Paul Krugman

návrat ekonomické krize

KAPITOLA 3

Japonská past

Není tomu ještě tak dávno, co byli Američané Japonskem doslova posedlí. Úspěchy japonského průmyslu budily obdiv i respekt. Pomalu se nestalo, abyste někde na letišti vešli do knihkupectví a nenarazili tam na záplavu knih, na jejichž přebalech se to jen hemžilo vycházejícími slunci a samurajskými válečníky. Některé z těchto titulů slibovaly, že vás zasvětí do tajů japonského managementu, jiné prorokovaly (anebo dokonce hlásaly) ekonomickou válku. Japonci nám hodně leželi na srdci – ať už jako následováníhodný příklad, nebo jako démoni.

To vše je dnes pryč. Japonsko čas od času stále ještě plní titulní strany, obvykle ale v souvislosti se špatnými zprávami – nezvykle velkým propadem indexu Nikkei nebo narušením finančních operací zvaných „carry trade", kdy si hedgeové fondy v Japonsku levně půjčují a pak poskytují půjčky jiným. Většinou nás to už ale nezajímá. Japonci nakonec přece jen nebyli tak skálopevní, usoudila zřejmě veřejnost, a tak je můžeme ignorovat.

To je ovšem pošetilé. Neúspěchy Japonců jsou pro nás v každém ohledu stejně významné jako jejich úspěchy. To, co se stalo v Japonsku, je zároveň tragédie i neblahé znamení do budoucna. Druhá největší ekonomika světa se dosud může pyšnit vysoce kvalifikovanými a pracovitými dělníky – novodobým základním kapitálem – a úctyhodně vyspělými technologiemi včetně know-how. Země má stabilní vládu, jíž nečiní potíže vybírat daně. Na rozdíl od Latinské Ameriky i od jiných asijských ekonomik je Japonsko věřitelský stát, který je nezávislý na libovůli zahraničních investorů. Už jen velikost této ekonomiky, která znamená, že zdejší výrobci dnes prodávají především na domácím trhu, by Japoncům – obdobně jako Američanům – měla skýtat svobodu v jednání, jaká je menším národům nedostupná.

Přesto Japonsko zažívalo po většinu devadesátých let hospodářský pokles proložený kratičkými obdobími slabého hospodářského růstu, po němž následovaly ještě hlubší recese. Japonský průmysl, který svého času rostl nejrychleji ze všech zemí vyspělého světa, vyprodukoval v roce 1998 méně než v roce 1991. Ještě horší než klesající výkonnost průmyslu se ukázal jistý fatalismus a pocit bezmoci, ztráta víry ve schopnost vládní politiky tento neblahý vývoj zvrátit. To byla skutečná tragédie – silná ekonomika, jako je ta japonská, si nezasluhuje být celé desetiletí v propadu. Japonské ekonomické problémy sice nebyly nikdy tak dramatické jako potíže v jiných asijských zemích, ale trvaly mnohem déle a mnohem méně je šlo ospravedlnit.

Jak se to jen Japonsku mohlo stát?

JAPONSKO JE JEDNIČKA

Žádná země na světě – dokonce ani Sovětský svaz v dobách Stalinových pětiletek – neprošel tak zásadní ekonomickou transformací jako Japonsko v letech svého vysokého hospodářského růstu (1953–1973). Během pouhých dvou desetiletí se převážně zemědělský národ stal největším světovým vývozcem oceli a automobilů, velké Tokio se proměnilo v největší a patrně i nejdynamičtější metropolitní oblast a životní úroveň závratně vzrostla.

Někteří lidé na Západě si toho všimli. Už v roce 1969 vydal futurolog Herman Kahn publikaci nazvanou *Rodící se japonský superstrát* (*The Emerging Japanese Superstate*), v níž předpovídal, že se Japonsko do roku 2000 stane nejvýkonnější světovou ekonomikou. Nicméně teprve koncem sedmdesátých let – přibližně v době, kdy Ezra Vogel napsal svůj bestseller *Japonsko jako světová jednička* (*Japan as Number One*) – širší veřejnosti na Západě opravdu došlo, jak nesmírný pokrok Japonsko udělalo. Spolu se sofistikovanými japonskými výrobky zaplavujícími západní trhy – především automobily a spotřební elektronikou –, si lidé začali klást otázku, v čem vlastně tkví tajemství japonského úspěchu.

Načasování této velké debaty o Japonsku nepostrádalo jistý nádech ironie: heroický věk japonského hospodářského růstu fakticky skončil zhruba v době, kdy lidé na Západě začali brát tuto zemi vážně. Z důvodů

stále poněkud nejasných se počátkem sedmdesátých let hospodářský růst v ekonomicky vyspělém světě zpomalil. Japonsko, které tehdy rostlo nejrychleji, zažilo také nejrazantnější zpomalení – z 9 % ročně v šedesátých letech na méně než 4 % po roce 1973. Třebaže růst to byl stále ještě o poznání vyšší než ve většině ostatních vyspělých ekonomik (o polovinu větší než ve Spojených státech), bylo jasné, že při tomto tempu bude třeba obraz Japonska jako první ekonomiky světa odsunout daleko do jedenadvacátého století. Přesto mohly ostatní země Japonsku jeho růst bez nadsázky závidět. Nejenže mnozí lidé tvrdili, že Japonsko přišlo na lepší způsob, jak své hospodářství řídit, ale také že přinejmenším zčásti slaví úspěch na úkor svých naivních západních konkurentů.

Celou debatu o tom, proč bylo Japonsko svého času tak úspěšné, jistě nemusíme reprodukovat. Stačí říct, že se zde vyskytly v podstatě dva druhy názorů. Jedna strana chápala růst jako produkt kvalitních vstupů – především vynikajícího základního vzdělání a vysoké míry úspor – a také se (jako obvykle) ve snaze vysvětlit, proč je Japonsko tak dobré ve výrobě vysoce kvalitního zboží při současném udržení co nejnižších nákladů, poněkud amatérsky oháněla sociologií. Druhá strana zase soudila, že Japonsko vyvinulo zcela odlišný ekonomický systém, novou a pokročilejší formu kapitalismu. Debata o Japonsku se stala zároveň i diskusí o filozofii hospodářského rozvoje, o směřování západního ekonomického myšlení obecně a o přednostech volného trhu zvlášť.

Jedním z podstatných rysů hypoteticky lepšího japonského systému byla regulační role státu. V padesátých a šedesátých letech sehrála japonská vláda – proslulé Ministerstvo mezinárodního obchodu a průmyslu i nenápadné, nicméně ještě vlivnější Ministerstvo financí – významnou roli v řízení ekonomiky. Hospodářský růst přinejmenším zčásti ovlivňovaly strategické vládní cíle, a tak bankovní půjčky i dovozní licence putovaly do státem upřednostňovaných průmyslových odvětví a firem. V době, kdy se Západ začal o Japonsko skutečně zajímat, už vliv vlády slábl, nicméně obraz „Japan Inc.", centrálně řízené ekonomiky směřující k ovládnutí světových trhů, přetrvával přinejmenším hluboko do devadesátých let.

Dalším rysem charakteristickým pro japonský styl řízení ekonomiky byla ochrana velkých podniků před krátkodobými finančními tlaky.

Členové japonských *keiretsu* – skupin spřízněných podniků seskupených kolem hlavní banky – byli mezi sebou typicky provázáni křížovým vlastnictvím velkých balíků akcií, což managementu zaručovalo velkou nezávislost na akcionářích zvnějšku. Japonské podniky si nedělaly těžkou hlavu ani s cenami akcií, ani s důvěrou trhu, protože své aktivity jen zřídkakdy financovaly prodejem svých akcií či obligací. Potřebné peníze jim vždy půjčila hlavní banka. Firmy se tak v krátkodobém horizontu nemusely zajímat o to, zda jsou ziskové či ne. Zisk je vlastně nemusel zajímat vůbec. Člověk by si myslel, že ekonomická situace banky *keiretsu* nakonec vnese do investic korporace pořádek: kdyby půjčky podnikům seskupeným kolem banky vypadaly nesolidně, nezačala by banka ztrácet vkladatele? Tak jako ve většině zemí ale i v Japonsku vkladatelé věřili, že by vláda nikdy nedopustila, aby o své úspory přišli, a tak tomu, co banky s jejich penězi dělají, nevěnovali příliš velkou pozornost.

Výsledkem fungování tohoto systému bylo, jak tvrdili nejen ti, kdo jej obdivovali, ale i ti, kdo se ho obávali, že země byla schopna zaměřit se na dlouhodobé cíle. Jednotlivé japonské vlády průběžně vytipovávaly „strategická" odvětví, která by mohla posloužit jako motory růstu. Do těchto odvětví pak naváděla soukromý sektor, jemuž pro začátek poskytla na určitou dobu ochranu před zahraniční konkurencí. Během tohoto období se podnik mohl zdokonalit a ověřit si své kvality na domácím trhu. Poté následovala velká exportní ofenziva, během níž firmy nedbaly toho, zda generují zisk, bojovaly o podíl na trhu a cíleně vědomě likvidovaly své zahraniční konkurenty. Nakonec, když už mělo Japonsko v daném odvětví zajištěno prvenství, zaměřilo se na další obor. Ocel, automobily, audio a videotechnika – a brzy měly přijít na řadu i počítače a letadla.

Skeptikové shledali na mnohých místech tohoto líčení slabiny, ale dokonce i ti, kdo Japonsko nehodlali obviňovat z bezohledné dravosti a pochybovali, že jsou čarodějové z Ministerstva obchodu a průmyslu opravdu tak vševědoucí, jak se předpokládá, měli tendenci souhlasit s tím, že charakteristické rysy japonského ekonomického systému musí s úspěchem této země nějak souviset. Teprve mnohem později se týmž typickým znakům, k nimž patřily důvěrné vztahy mezi vládou a podniky i snadný přístup k úvěrům poskytovaným státem zajištěnými bankami spřízněným firmám, dostalo nálepky klientelistického

kapitalismu a začalo se na ně pohlížet jako na kořeny ekonomické stagnace.

Slabiny systému však začínaly být patrné už koncem osmdesátých let, a to každému, kdo je chtěl vidět.

BUBLINA, OBĚTI A POTÍŽE

Na počátku devadesátých let mělo základní jmění Japonska – celková hodnota všech akcií veškerých podniků a firem v zemi – větší hodnotu než základní jmění Spojených států, země s dvojnásobným počtem obyvatel a dvakrát tak velikým HDP. Ceny půdy, která nebyla v přelidněném Japonsku nikdy levná, začaly šplhat do neuvěřitelných výšek: podle jednoho často citovaného zdroje měl pozemek o rozloze jedné čtvereční míle pod tokijským císařským palácem větší cenu než celý stát Kalifornie. Vítejte v „bublinové ekonomice," japonském ekvivalentu báječných let dvacátých.

Konec osmdesátých let byl pro Japonsko časem prosperity, rychlého hospodářského růstu, nízké nezaměstnanosti a vysokých zisků. Žádné ekonomické statistiky neospravedlňovaly ztrojnásobení cen půdy i akcií v průběhu daného období. Mnozí pozorovatelé se už tehdy domnívali, že na tomto finančním boomu je cosi zvráceného a iracionálního – že na tradiční podniky v pomalu rostoucích odvětvích by se nemělo pohlížet jen jako na výhodné cenné papíry schopné vynést i 60 % a více. Jak tomu ale na zdivočelých trzích často bývá, neměli skeptici prostředky a ani dost odvahy, aby svůj nedostatek důvěry něčím podepřeli. A obecné mínění si pro nebetyčně vysoké ceny našlo všemožná ospravedlnění.

Finanční bubliny nejsou žádnou novinkou. Počínaje tulipánovým šílenstvím až po šílenství internetové i ti nejrozumnější investoři někdy těžko odolávají, aby se nenechali strhnout všeobecnou hysterií a v době, kdy všichni bohatnou, se dokázali dívat daleko dopředu. Nicméně rozsah této bubliny je vzhledem k pověsti Japonska jako země schopné dlouhodobého strategického plánování a s přihlédnutím k obecnému přesvědčení, že „Japan Inc." se spíše než volnému trhu podobá centrálně řízené ekonomice, poněkud překvapivý.

Pověst Japonska jako země vyznačující se prozíravými investicemi, které se řídí celospolečenskými ohledy, vždy do jisté míry přeháněla. Spekulanti s nemovitostmi, kteří často získávali výhody uplácením politiků a další prostřednictvím konexí z jakuzy, představovali překvapivě významný segment japonského hospodářství, kam až paměť sahá. V sedmdesátých letech spekulativní investice do nemovitostí málem přivodily bankovní krizi – situaci zachránil jen prudký nárůst inflace, který srazil dolů reálnou hodnotu dluhů spekulantů a ze špatných půjček učinil opět dobré. Přesto byl rozsah japonské bubliny zarážející. Existovalo pro tento jev jdoucí za hranice prosté davové psychózy nějaké vysvětlení?

Jak se ukazuje, byla japonská bublina pouze jednou z několika vln spekulativních horeček, které v osmdesátých letech postihly svět. Všechna tato vzplanutí měla jeden společný rys v tom, že byla financována převážně prostřednictvím bankovních půjček – konkrétně, že tradičně seriozní bankovní instituce začaly za mírně nadstandardní úrokové míry nabízet úvěr na riskantní, mnohdy velmi podezřelé operace. Nejproslulejší byl případ menších amerických spořitelen (tzv. Savings and Loans Associations) – institucí, jejichž obraz v očích veřejnosti definovala typicky americká počestnost bankéře na malém městě z knihy *It's a Wonderful Life* Jimmyho Stewarta, nicméně v osmdesátých letech začaly být ztotožňovány spíše se závratně vydělávajícími texaskými realitními magnáty. Podobné vlny pochybného půjčování se ale vyskytovaly i jinde, jmenovitě ve Švédsku, další zemi, kterou si lidé obvykle nespojují s horečným spekulováním. Ekonomové už přitom dlouho tvrdí, že v pozadí všech těchto epizod můžeme najít jeden a týž ekonomický princip – ten, který se stejně jako základní model recese spolku pro hlídání dětí objeví v této knize ještě několikrát. Tento princip se jmenuje morální hazard.

Pojem „morální hazard" pochází z oblasti pojišťovnictví. Už v počátcích existence tohoto podnikání si poskytovatelé pojištění proti požáru všimli, že majitelé nemovitostí, kteří jsou plně pojištěni proti ztrátě, zajímavě inklinují k tomu, stávat se obětí zničujících požárů – zvlášť když měnící se ekonomické podmínky srazily pravděpodobnou tržní cenu jejich nemovitosti pod úroveň pojistného plnění. (V polovině osmdesátých let 20. století existovala v New Yorku řada proslulých „žhářských" majitelů nemovitostí, z nichž někteří koupili budovu za

přemrštěnou cenu od nastrčené společnosti, kterou většinou sami vlastnili, na tuto cenu dali nemovitost pojistit a pak v ní jen tak náhodou vypukl požár. Vskutku morální hazard!) Nakonec se tento pojem vžil pro jakoukoli situaci, kdy se jedna osoba rozhodne jít do rizika, zatímco někdo jiný nese náklady, pokud záměr nevyjde.

Vypůjčené peníze mají už ze své podstaty tendenci morální hazard podporovat. Dejme tomu, že jsem bystrý chlapík, ale nedisponuji žádným kapitálem, a vy se mi rozhodnete půjčit na konto mé evidentní chytrosti a za předpokladu, že vám peníze do roka vrátím, miliardu dolarů, abych ji podle vlastního uvážení investoval. I když to bude půjčka na vysoký úrok, stále tento postup představuje obrovské riziko: já tu miliardu vezmu a investuji ji do něčeho, co mi možná vynese hromadu peněz, ale stejně dobře mohu investovat do něčeho zcela bezcenného, přičemž v úspěch mohu jen doufat. Pokud se investice vydaří, budu za vodou; jestli ne, vyhlásím jednoduše osobní bankrot a odkráčím pryč. Co vydělám, beru, co prodělám, zaplatíte vy.

Jistě, přesně tohle je důvod, proč nikdo podnikateli bez vlastního kapitálu nepůjčí miliardu, aby ji investoval podle svého, ať je jak chce chytrý. Věřitelé si většinou vymíní, co smí dlužník s jejich penězi dělat, přičemž dlužníci mají obvykle povinnost vložit do daného podnikání velkou finanční částku z vlastních peněz, aby měli důvod vyvarovat se ztrát.

Někdy ale banky jako by na tato zlatá pravidla zapomínaly a bez okolků půjčují obrovské sumy lidem, kteří je dovedou přesvědčit, že vědí, co dělají. V šesté kapitole narazíme na neuvěřitelný příběh hedgeových fondů. Existují ale případy, kdy může požadavek, aby dlužník složil předem dostatečně velkou jistinu, vyvolat na trhu nestabilitu. Ztratí-li aktiva hodnotu, pak ti, kdo je za vypůjčené peníze nakoupili, mohou čelit „depozitnímu vyzvání" ke složení dodatečné sumy peněz: musí pak buď do podniku investovat více vlastních prostředků, nebo věřiteli zaplatit odprodejem aktiv, což ale vede k dalšímu snížení jejich ceny. Přesně to je typické pro nynější finanční krizi. Ponecháme-li však stranou takovéto patologické jevy, existují i další důvody, proč čas od času dochází k porušování pravidel: to proto, že se hra na morální hazard hraje na účet daňového poplatníka.

Vzpomeňte si, co jsme si řekli o hlavních bankách japonských *keiretsu*: že vkladatelé byli přesvědčeni, že jejich úspory jsou v bezpečí,

protože za nimi stojí vláda. Totéž platí snad o všech bankách ve vyspělém světě a o většině bank v jiných částech světa. Moderní státy, třebaže se za vklady výslovně nezaručují, nemají to srdce nechat vdovy a sirotky přijít o jejich úspory jen proto, že si je tito lidé uložili do špatné banky, stejně jako nedovedou stát stranou, když rozvodněná řeka smete domy pošetile postavené v záplavovém pásmu. Pouze ti nejzarytější konzervativci by si přáli, aby to bylo jinak. Výsledek je pak takový, že si lidé příliš nelámou hlavu s tím, kde si dům postaví, a ještě bezstarostněji se chovají, když si mají vybrat, kam si uloží peníze.

Tato bezstarostnost skýtá lákavou příležitost různým bezohledným podnikatelům. Založí banku a dají si záležet, aby sídlila v impozantní budově a měla úžasné jméno. Mnoho vkladatelů pak přilákají nabídkou vysokých úroků, pokud je to dovoleno, a když ne, naslibují jim hory doly. Peníze pak na vysoký úrok rozpůjčují hazardujícím spekulantům (pokud možno kamarádům anebo pod pláštíkem různých společností dokonce i sami sobě). Vkladatelé se na kvalitu těchto investic vyptávat nebudou, protože vědí, že jejich peníze jsou v každém případě chráněny. Teď už máte snadnou volbu: pokud si vaše investice povedou dobře, zbohatnete, a jestli ne, můžete se sebrat a odejít – a nechat vládu, ať po vás ten nepořádek uklidí.

Dobrá, tak jednoduché to samozřejmě není, protože vládní regulace nejsou až tak úplně hloupé. Po pravdě řečeno, od třicátých do osmdesátých let 20. století bylo takovéto počínání ze strany bankéřů spíše výjimkou, protože vládní ustanovení činila prakticky totéž, co by za normálních okolností udělal každý soukromý věřitel, než by mi půjčil milion dolarů na hraní. Ve snaze zabránit příliš riskantním operacím stát přísně vymezil, co smějí banky s penězi svých vkladatelů dělat. Požadavkem na kapitalizaci finančních ústavů předepisoval jejich vlastníkům povinnost vkládat do podnikání vlastní velké peníze. A prostřednictvím ještě promyšlenějšího opatření regulátoři snad bezděky historicky omezili míru konkurence mezi bankami tím, že z bankovní licence jako takové učinili cennou věc, nositelku významné „výsady vlastnit koncesi" (franchise value). A majitelé těchto licencí onu výsadu vlastnit koncesi nehodlali ohrozit podstupováním rizik, která by banku mohla položit.

V osmdesátých letech 20. století však tato omezení na mnoha místech padla. Důvodem byla hlavně deregulace. Tradiční banky byly

bezpečné, ale také velmi konzervativní a očividně se jim nedařilo směrovat kapitál tam, kde by se nejproduktivněji zhodnotil. Lékem, jak tvrdili reformátoři, je větší míra svobody a zároveň větší konkurence: nechme banky půjčovat, jak samy považují za nejlepší, a vpusťme do hry o úspory střadatelů více hráčů. Reformátoři ovšem poněkud pozapomněli, že to bankám dovolí vstupovat i do špatných rizik a že s omezením jejich „franchise value" budou mít méně důvodů se jim vyhýbat. Změny na trhu, jmenovitě nástup alternativních zdrojů spolufinancování, ještě více snížily marže bankéřů, kteří se drželi starých, bezpečných způsobů obchodování.

A tak v osmdesátých letech 20. století zaplavila svět jakási epidemie morálního hazardu. Jen málo zemí se může pyšnit tím, jak si s danou situací poradily. Čím chlubit se jistě nemají Spojené státy, jejichž nepovedené řešení záležitosti se spořitelními a úvěrovými ústavy (Savings and Loans Associations) bylo klasickým příkladem bezhlavého, krátkozrakého a příležitostně zkorumpovaného pojetí politiky. Japonsko, kde byly všechny obvyklé vazby – mezi vládou a podnikatelskou sférou, mezi bankami a jejich klienty, mezi tím, co je a co není garantováno vládou – tradičně rozostřené, pak bylo na volnější finanční režim mimořádně špatně připraveno. Japonské banky častěji než které jiné půjčovaly víc a méně hleděly na to, o jakého dlužníka jde. Bezděky tak pomáhaly nafukovat bublinu do groteskních rozměrů.

Bubliny ale dříve nebo později splasknou. V případě té japonské k tomu ovšem nedošlo zcela spontánně. Japonská centrální banka, znepokojená mírou spekulací, začala v roce 1990 ve snaze vypustit z balónu nějaký vzduch zvyšovat úrokové sazby. Zprvu se tato politika nesetkala s úspěchem, nicméně počínaje rokem 1991 začaly ceny půdy i akcií prudce klesat a v průběhu několika málo let se dostaly na úroveň 60 % své nejvyšší hodnoty.

Zpočátku, přinejmenším v několika prvních letech, pokládaly japonské úřady tento vývoj za zdravý – za jakýsi návrat k rozumnějšímu, realističtějšímu oceňování hodnoty majetku. Postupně se ale ukazovalo, že konec bublinové ekonomiky nepřinesl zdravý hospodářský růst, nýbrž trvale se prohlubující stagnaci.

PLÍŽIVÁ DEPRESE

Na rozdíl od Mexika v roce 1995, Jižní Koreje v roce 1998 a Argentiny v roce 2002 Japonsko nikdy neprodělalo neklamný, katastrofální hospodářský pokles. V průběhu celého desetiletí po splasknutí bublinové ekonomiky přišly pouhé dva roky, kdy hrubý domácí produkt skutečně poklesl.

Rok od roku však růst nenaplňoval očekávání vycházející nejen z dosavadního hospodářského vývoje, ale i z jakéhokoli střízlivého odhadu výkonnosti ekonomiky. Pouze v jednom roce z celých devadesátých let rostla japonská ekonomika týmž tempem, jakým se rozvíjela v předchozí dekádě. I když se přidržíme konzervativního odhadu růstu „potenciálního výstupu" Japonska, tedy výkonu, jakého by jeho hospodářství dosáhlo při plném nasazení všech zdrojů, zjistíme, že pouze v jediném roce rostla výkonnost ekonomiky v souladu s jejím potenciálem.

Ekonomové mají na to, čím Japonsko prochází, jeden ze svých proslule absurdních výrazů: „růstová recese". K růstové recesi dochází, jestliže hospodářství roste, ale tento růst není dost rychlý na to, aby dokázal udržet krok se zvyšujícím se ekonomickým potenciálem země, takže stále víc a více strojů i dělníků zůstává bez práce. Za normálních okolností jsou růstové recese spíše vzácností, protože jak konjunktury, tak propady mají vždy tendenci akcelerovat a jejich důsledkem je buď rychlejší růst, nebo jasný propad. Japonsko ale zažilo v zásadě deset let trvající růstovou recesi, díky níž se dnes nachází tak hluboko pod úrovní, jaké mohlo dosáhnout, až to hraničí se zcela novým fenoménem – růstovou depresí.

Matoucí bylo už samotné pomalé tempo, jakým japonské hospodářství upadalo. Vzhledem k tomu že se do něj deprese doslova vplížila, nedošlo nikdy k tomu, že by veřejnost po vládě požadovala, aby podnikla nějaké razantní kroky. A protože motor japonské ekonomiky spíše postupně ztrácel na obrátkách, než aby se se skřípěním zadrhl, slevovala vláda postupně ze svých představ o úspěchu a za dostatečné ospravedlnění své politiky pokládala už jen pokračující hospodářský růst, třebaže ten zdaleka nenaplňoval očekávání. Jak japonští, tak i zahraniční analytici se zároveň přikláněli k názoru, že vzhledem k tak dlouhotrvajícímu pomalému růstu už ekonomika ani rychleji růst nemůže.

Japonská hospodářská politika se tudíž vyznačovala podivnou kombinací samolibého uspokojení a fatalismu – jakož i pozoruhodnou neochotou zamyslet se hlouběji na tím, jak se věci mohly takto zvrtnout.

JAPONSKÁ PAST

Na počátku japonského hospodářského propadu v roce 1991 není nic záhadného – finanční bublina musela dříve nebo později splasknout, a když se to stalo, zákonitě došlo k útlumu investic, spotřeby a následkem toho i celkové poptávky. Totéž se stalo ve Spojených státech, když splaskla bublina akciových trhů devadesátých let, a znovu po splasknutí hypoteční bubliny následujícího desetiletí. Otázkou nicméně zůstává, proč japonští politici a zvláště centrální banka nedokázali ekonomiku znovu rozhýbat.

A zde je třeba vrátit se opět k historce o spolku na hlídání dětí. Dejme tomu, že by došlo ke krachu na americkém akciovém trhu, který by podkopal důvěru spotřebitelů. Vedlo by to nevyhnutelně ke katastrofální recesi? Uvažujme o tom takto: poklesne-li důvěra spotřebitelů, je to, jako by už typický člen spolku pro hlídání dětí z nějakého důvodu netoužil někam si vyrazit a raději si své kupony schovával na nějaký deštivý den. To vskutku může vést k propadu – ale také nemusí, pokud bude vedení ve střehu a zareaguje jednoduše tak, že vydá větší počet kuponů. A to je přesně to, co náš hlavní emitent Alan Greenspan v roce 1987 udělal.

Dejme ale tomu, že by náš vydavatel kuponů dost rychle nezareagoval a hospodářství se skutečně octlo v propadu. Neztrácejme hlavu: pokud se hlavní emitent kuponů dostane dočasně do červených čísel, ještě stále může situaci jednoduše zvrátit vydáním dalších kuponů – tedy energickou měnovou expanzí, jako byly ty, jimiž skončily americké recese z let 1981–1982, 1990–1991 a 2001.

A co se všemi těmi špatnými investicemi z období konjunktury? Bylo to tolik promarněného kapitálu! Neexistuje nicméně žádný zjevný důvod, proč by špatné investice z minulosti nutně musely vést k aktuálnímu propadu v současnosti. Výrobní kapacita možná nevzrostla tolik, jak se předpokládalo, ale také rozhodně neklesla. Proč tedy nevytisknout dostatek peněz, které by udržely na výši koupěschopnou poptávku, aby se využila kapacita hospodářství?

Vzpomeňte si, co nám říkal příběh o spolku na hlídání dětí: že ekonomické propady nejsou žádným trestem za naše hříchy – strastmi, které je nám souzeno podstoupit. Kapitolský spolek pro hlídání dětí se nedostal do potíží, protože by jeho členové byli neschopní a špatní opatrovníci dětí. Jeho problémy nevypovídaly o žádných zásadních nedostatcích v „kapitolských hodnotách", žádném „protekčním hlídání". Existoval zde pouze technický problém – příliš mnoho lidí honících se za příliš malým počtem kuponů –, který se dal řešit a také byl vyřešen na bázi prosté úvahy. Příběh spolku pro hlídání dětí by nás tedy měl obrnit vůči fatalismu a pesimismu. Naznačuje podle všeho, že recese jsou řešitelné vždy a poměrně snadno.

Proč se ale Japonsko po splasknutí bubliny rychle nevzpamatovalo? Jak mohlo uvíznout ve zdánlivě neznatelném poklesu, z něhož se nebylo možné jednoduše dostat vytištěním bankovek? Jestliže trochu rozvedeme příběh o spolku pro hlídání dětí, uvidíme, že vznikne něco, co se velmi podobá japonským problémům.

Za prvé si musíme představit spolek, jehož členové si uvědomili, že v jejich systému se vyskytla nikoliv nezbytná nepříjemnost – že se občas stane, že si nějaký pár bude potřebovat vyrazit i několikrát po sobě a dojdou mu kupony, pročež si nebude moci dát pohlídat děti, třebaže je více než ochotný splnit svou hlídací povinnost někdy později. Předpokládejme, že v zájmu vyřešení tohoto problému spolek povolil svým členům vypůjčit si v případě potřeby od vedení zvláštní kupony, které splatí těmi, které obdrží, až bude sám hlídat. (Vyprávění můžeme posunout o něco blíže k tomu, jak funguje reálná ekonomika, když si představíme, že si páry mohou kupony půjčovat i mezi sebou; úroková sazba na tomto „dětském kapitálovém trhu" pak bude hrát stejnou roli, jakou v našem příběhu hraje „diskontní sazba" vedení spolku.) Ve snaze zabránit členům spolku obcházet toto privilegium však bude vedení potřebovat mít po ruce nějaké penále a požadovat od těch, kteří této půjčky využili, aby zaplatili větším počtem kuponů, než které si vypůjčili.

V tomto systému budou mít páry v držení menší množství rezervních kuponů než předtím, protože budou vědět, že si v případě nutnosti budou moci vypůjčit další. Členové vedení spolku teď ale získají nový nástroj řízení. Pokud by členové spolku hlásili, že je snadné sehnat pro děti hlídání, ale těžké najít příležitost hlídat, mohou uvolnit podmínky,

za nichž je možné si kupony vypůjčit, což povzbudí více lidí, aby si vyšli do společnosti. A jestliže bude málo hlídačů, pak je možné podmínky zpřísnit, což naopak lidi přiměje k tomu, aby chodili ven méně.

Jinými slovy, tento sofistikovaněji spravovaný spolek už bude mít svou centrální banku, která dokáže stimulovat ekonomiku v depresi tím, že sníží úrokové míry, a přehřátou ekonomiku zase zchladí tím, že je zvýší.

V Japonsku ale úrokové sazby spadly takřka na nulu, a přesto se ekonomika dál propadala. Vyčerpali jsme už tedy všechny paralely, které nám náš příběh může nabídnout?

Zkuste si představit, že v nabídce po hlídací službě i poptávce po ní existuje jistá sezónnost. V zimě, kdy je venku chladno a tma, se párům do společnosti moc nechce, docela rády zůstanou doma a budou se starat o cizí děti – čímž si nashromáždí body, které pak budou moci využít za vlahých letních večerů. I když se zmíněná sezónnost projeví vskutku markantně, může spolek udržet nabídku a poptávku po hlídání celkem v rovnováze tím, že v zimních měsících zavede vyšší úrokové sazby. Dejme ale tomu, že je tato sezónnost opravdu mimořádně vysoká. Pak i při nulových úrocích budeme mít více párů hledajících příležitost hlídat než těch vyrážejících do společnosti, což znamená, že příležitosti k hlídání se budou hledat jen těžko a párům, které si budou chtít vytvořit rezervu na léto, se bude chtít ještě méně používat své bony v zimě, čímž příležitostí k hlídání ještě ubude – a spolek i při nulové úrokové míře sklouzne do recese.

A devadesátá léta 20. století byla v Japonsku takovou zimou. Možná v důsledku stárnutí populace, snad také vinou všeobecně panující nervozity ohledně budoucnosti nebyla japonská veřejnost ochotná utrácet tolik, aby ekonomika mohla jet na plný výkon, a to i při nulových úrokových sazbách. Japonsko, tvrdí ekonomové, upadlo do „pasti likvidity". Co jste nyní četli, byl velmi zjednodušený výklad toho, co je to past likvidity a jak k ní může dojít.

BEZMOCNÉ JAPONSKO

Standardní reakcí na projevující se recesi je snížení úrokových sazeb – lidé dostanou možnost vypůjčit si kupony na hlídání dětí, aby mohli zase začít chodit do společnosti. Po zhroucení bublinové ekonomiky snižovalo Japonsko úrokové sazby jen pomalu, nicméně nakonec je snížilo prakticky až na nulu – a stále to nebylo dost. Co teď?

Klasická odpověď spojená se jménem Johna Maynarda Keynese je, že neutrácí-li soukromý sektor dost na to, aby dokázal udržet plnou zaměstnanost, musí se iniciativy chopit sektor veřejný. Nechť si vláda vypůjčí peníze, použije je k financování veřejných investičních projektů – pokud možno pro obecné dobro, ale to je v danou chvíli druhořadé – a poskytne tak lidem práci, aby mohli vydělané peníze utrácet, což povede k tvorbě dalších pracovních míst a tak dále. Velkou hospodářskou krizi ve Spojených státech ukončil masivní, deficitně financovaný program veřejných prací zvaný druhá světová válka. Proč tedy nezkusit nastartovat růst v Japonsku jeho mírovou variantou?

Japonsko to zkusilo. V průběhu devadesátých let přišla japonská vláda s řadou stimulačních balíčků. Půjčila si peníze, aby mohla budovat silnice a mosty, ať je země potřebovala nebo ne. Kdykoli byly tyto balíčky realizovány, vytvořily nové pracovní příležitost a ekonomiku jako celek oživily.

Problém spočíval v tom, že tyto programy nedodaly dost energie jenu. V roce 1991 hospodařila vláda s výrazným rozpočtovým přebytkem (2,9 % HDP). Roku 1996 už zápasila s nepříjemným deficitem (4,3 % HDP). Motor ekonomiky ale stále ještě trhaně popojížděl. Ministerstvo financí nicméně začínaly stále více znepokojovat rostoucí rozpočtové schodky a obrovskou starost mu dělal dlouhodobý výhled. Největší problém totiž přestavoval demografický vývoj (který možná významně souvisel i s vysokými úsporami Japonců a nízkou poptávkou po investicích). I v Japonsku, stejně jako v ostatních zemích, následovalo po vlně baby-boomu dlouhé období nízké porodnosti a země čelila vyhlídkám na zvyšující se procento lidí v důchodovém věku. Japonský problém již dosáhl extrémních rozměrů – počet obyvatel v produktivním věku trvale klesá, zatímco počet důchodců rychle roste. A protože důchodci jako příjemci drahých penzí i nákladné zdravotní péče jsou pro novodobé vlády vždy těžkým fiskálním břemenem,

nabádaly standardní principy fiskální politiky Japonsko k založení penzijních fondů, které by mu umožnily financovat budoucí výdaje, aniž by se jeho deficity trvale prohlubovaly.

V roce 1997 fiskálně odpovědné hlasy převážily a premiér Rjútaró Hašimoto zvýšil daně, což mělo napomoci snížení rozpočtového deficitu. Ekonomika rychle upadla do recese.

A tak se země vrátila zpět k deficitnímu financování. V roce 1998 zavedlo Japonsko masivní nový program veřejných prací. Existoval tu však fiskální problém, který se nedařilo odstranit. Investoři si rychle povšimli, že Japonsko počítá s deficitem ve výši 10 % HDP a že poměr vládního dluhu k HDP se už vyšplhal nad 100 %. To byla čísla obvykle spojovaná s Latinskou Amerikou a hrozbou hyperinflace. V Japonsku sice nikdo hyperinflaci neočekával, ale investorům přinejmenším vzdáleně začínala dělat starosti otázka, zda je finanční politika stávající vlády dlouhodobě udržitelná. Krátce řečeno, pokus nastartovat ekonomiku pomocí deficitního financování zřejmě narazil na meze svých možností.

Jaké byly další alternativy?

Jsou-li jednou standardní odpovědí na skomírající hospodářství vládní výdaje, pak druhou možností je napumpovat peníze do bank. Jedním z obecně uznávaných názorů na to, proč Velká hospodářská krize trvala tak dlouho, je tvrzení, že bankovní krize v letech 1930–1931 dlouhodobě rozvrátila úvěrové trhy. Podle tohoto názorového proudu tehdy existovali podnikatelé, kteří by byli ochotni utrácet víc, pokud by měli přístup k úvěrům, a tito podnikatelé by se zároveň sami stali věřiteli. Bankéři, kteří takové půjčky mohli poskytnout, už byli ale sami buď mimo hru, anebo nedokázali v důsledku otřesené důvěry veřejnosti v bankovní instituce shromáždit dostatek finančních prostředků – převedeno na situaci ve spolku pro hlídání dětí lze konstatovat, že byli lidé, kteří chtěli v zimě chodit do společnosti a v létě hlídat, ale neexistoval nikdo, kdo by jim zapůjčil potřebné kupony.

Japonské banky navíc v době bublinové ekonomiky poskytly mnoho rizikových úvěrů, přičemž v následujícím dlouhém období stagnace k nim přibyla spousta dalších, když dlužníci přestali být schopni splácet své závazky. Jedna z teorií, které se zamýšlejí nad tím, proč v Japonsku došlo k hospodářskému poklesu, konstatovala, že se země propadla do pasti likvidity, protože její banky jsou finančně slabé. Dejte do pořádku banky, tvrdila, a dojde k ozdravení celé ekonomiky. Koncem roku 1998 tedy japonští zákonodárci sestavili záchranný plán pro banky, který počítal s finanční injekcí ve výši pěti set miliard dolarů.

Další alternativou řešení japonských potíží bylo učinit vše pro zvýšení inflace. Tohle řešení si žádá jisté vysvětlení.

Faktem je, že tématem pasti likvidity se ekonomové už velmi dlouho nezabývali. Před Japonskem v devadesátých letech tomuto problému naposledy čelily ve třicátých letech Spojené státy. Ekonomičtí historikové navíc význam této zkušenosti bagatelizovali poukazem na to, že to buď nebyla skutečná past likvidity – že centrální banka by nás z toho dostala, kdyby se náležitě snažila –, anebo že jsme se do té pasti chytili sami v důsledku mimořádně neblahých politických přešlapů, jejichž opakování je nepravděpodobné. Když se tedy v polovině devadesátých začal jasněji rýsovat rozsah japonských obtíží, nebyli na ně ekonomové vůbec připraveni – a mohu-li se kriticky vyjádřit na adresu vlastní profese, ani je to nezajímalo. Nepřestávám žasnout nad tím, jak málo ekonomů na celém světě si uvědomovalo, nakolik významným problémem je japonská past, a to jak z hlediska ryze praktického, tak i jako zapeklitá teoretická hádanka.

Jak ale pravil velký viktoriánský národohospodář Alfred Marshall, ekonomika „není jednou daným souborem konkrétních pravd, nýbrž motorem k objevení těchto pravd". Anebo řečeno méně vzletným jazykem, staré modely lze naučit novým kouskům. Jak už jsme viděli v mém upraveném příběhu o spolku pro hlídání dětí, model určený k objasnění toho, proč může za normálních okolností centrální banka zastavit recesi snížením úrokových sazeb, zároveň ilustruje okolnosti, za nichž tato prostá finanční metoda nezabírá. A jak se ukazuje, tento revidovaný příběh nabízí i jisté vodítko, pokud jde o způsoby, jak se z pasti likvidity dostat, anebo spíše jak se do ní vůbec nechytit.

Nezapomínejme, že základním problémem spolku pro hlídání dětí je, že si lidé chtějí kupony nashromážděné hlídáním v zimě ponechat na léto, a to i při nulové úrokové sazbě. V celkovém úhrnu si ale členové spolku *nemohou* schovávat kupony ze zimního hlídání na léto – snahy jednotlivců v tomto smyslu nevyvolají nic jiného než zimní propad.

Řešením, jak by si měl každý ekonom ihned uvědomit, je upravit ceny. Dát jasně najevo, že body nasbírané v zimě se znehodnotí, bude-li je někdo chtít využít až v létě. Dejme tomu, že pět hodin zimního

hlídání do léta zdevalvuje na čtyři hodiny. To lidi povzbudí, aby našetřené kupony použili dříve a vytvořili tak více hlídacích příležitostí. Možná vás napadne, že na takové devalvaci je něco nespravedlivého, že se tím znehodnocují úspory lidí. Skutečnost je ale taková, že spolek jako celek nemůže trpět, aby se kupony nashromážděné v zimě vybíraly až v létě, a z toho důvodu svým členům neumožňuje směňovat zimní hodiny za letní v poměru 1 : 1.

Co ale v reálné ekonomice za hranicemi spolku pro hlídání dětí koresponduje s našimi kupony, které v létě ztrácejí hodnotu? Odpověď zní: inflace, která způsobuje, že reálná hodnota peněz v průběhu doby klesá. Či přesněji řečeno, jedna z věcí, které mohou ekonomiku vytáhnout z pasti likvidity, je očekávání inflace, které lidi od hromadění peněz odrazuje. Jakmile začneme brát past likvidity vážně – a japonský příklad jasně ukazuje, že bychom ji vážně brát měli –, nemůžeme se vyhnout závěru, že očekávaná inflace je v zásadě dobrá věc, protože pomáhá dostat se z této pasti ven. Vysvětlil jsem přednosti inflace na poněkud rozmarném příběhu o spolku pro hlídání dětí, ale stejný závěr vyplyne i z aplikace kteréhokoli ze standardních matematických modelů, kterých ekonomové obvykle užívají v diskusích o monetární politice. Už dlouho se také prosazuje myšlenkový proud, který učí, že mírná inflace může být dokonce nezbytností, jestliže má monetární politika úspěšně bojovat s recesemi. Přesto museli zastánci inflace odedávna svádět boj s hluboce zakořeněným názorem, že stálé ceny jsou za všech okolností žádoucí, že prohlubovat inflaci znamená vytvářet nebezpečné stimuly. Toto přesvědčení o důležitosti cenové stability se ovšem nezakládá na standardních ekonomických modelech – právě naopak. Obvyklá učebnicová teorie, aplikovaná na nestandardní situaci, v jaké se nacházelo Japonsko, přímo vyzdvihuje inflaci jako přirozené řešení. Konvenční ekonomická teorie a tradiční ekonomické uvažování ale obvykle nejsou jedno a totéž – konflikt mezi nimi je stále zjevnější, jak je jedna země po druhé tváří v tvář finanční krizi nucena činit obtížná rozhodnutí.

OZDRAVĚNÍ JAPONSKÉ EKONOMIKY

Kolem roku 2003 začalo japonské hospodářství konečně jevit jisté známky oživení. Reálný HDP začal růst tempem o něco vyšším než 2 % ročně, nezaměstnanost se snížila a tíživá deflace sužující ekonomiku (a ještě zhoršující past likvidity) ustoupila, třebaže známky skutečné inflace se nikde neprojevovaly. Co se změnilo k lepšímu?

Odpověď většinou zní: export. Někdy v polovině této dekády měly Spojené státy obrovské obchodní deficity, protože dovážely velké objemy vyráběného zboží. Některé pocházelo z Japonska, ačkoliv nejvíce rostl dovoz z Číny a dalších rychle se rozvíjejících ekonomik. Z růstu čínského hospodářství ale mělo prospěch i Japonsko, protože mnoho čínského zboží obsahovalo komponenty vyráběné v Japonsku. Jedním z vedlejších efektů amerického dovozního boomu bylo tudíž zvýšení japonského exportu a ozdravění japonské ekonomiky.

Japonsko však z této pasti uniklo jen na přechodnou dobu. V době, kdy píši tuto knihu, je úroková sazba úvěrů splatných na požádání (ekvivalent sazby Federálních fondů, tedy sazby vyhlášené centrální bankou Spojených států) pouze 0,5 %. Znamenalo to, že Bank of Japan měla tváří v tvář hrozící recesi jen minimální prostor ke snižování úrokových sazeb. A bude-li recese hluboká, ocitne se Japonsko znovu v pasti.