

Past likvidity, Keynesův efekt a fiskální stimulace jako lék na současnou krizi

Tomáš Wroblowský¹

Turbulentní vývoj posledních měsíců na finančních trzích i v reálné ekonomice se stal předmětem debat a polemik nejen tvůrců hospodářských politik jednotlivých zemí (tedy politiků a centrálních bankéřů), ale také vědců zabývajících se teoretickou ekonomii. Je zajímavé, že se (alespoň pro tuto chvíli) nerýsuje na obzoru žádný zcela nový teoretický koncept, který by dokázal vysvětlit příčiny současné situace a současně navrhnout účinné řešení. Naopak, popis současné situace mohou poskytnout teorie, které jsou již několik desetiletí staré, ať už ve své původní podobě, či v modifikacích doplňujících tyto teorie o některé novější prvky soudobé makroekonomie.

V posledním roce se z úst hned několika významných světových ekonomů objevilo tvrzení, že současná ekonomická situace odpovídá keynesovskému konceptu tzv. pasti likvidity (*liquidity trap*). Téměř přesně před rokem píše Paul Krugman, čerstvý nositel Nobelovy ceny za ekonomii, ve svém sloupku pro New York Times, že americká ekonomika je „velmi blízko pasti likvidity“. Letos v lednu se na Světovém ekonomickém fóru v Davosu nechal slyšet jiný laureát Nobelovy ceny, Joseph Stiglitz, že současná situace nápadně připomíná past likvidity z třicátých let minulého století.

Tento příspěvek s uvedenými názory částečně souhlasí, částečně naopak polemizuje. Hned po úvodu je stručně teoreticky popsána past likvidity v původním Keynesově pojetí. Pozornost je rovněž věnována teoretickému konceptu tzv. Keynesova efektu. Obě popisované situace mají mnoho společného se současným děním ve světové ekonomice, lze však najít i jisté odlišnosti. V další části je popsán Krugmanův modifikovaný přístup k pasti likvidity z osmdesátých let minulého století. Poslední oddíl potom bude věnován teoretickým doporučením, která tyto teorie dávají v oblasti stabilizační politiky, přičemž důraz je kladen zejména na politiku fiskální.

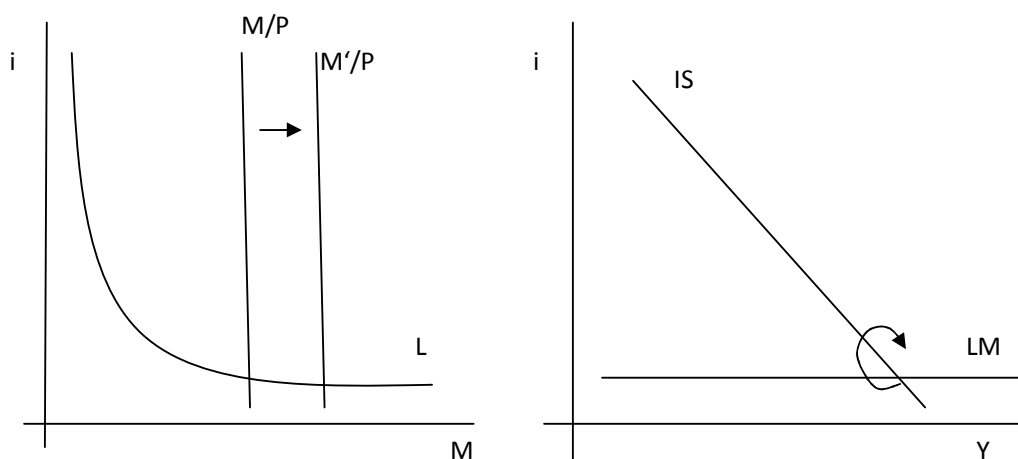
¹ Ing. Tomáš Wroblowský, Ph.D., katedra ekonomie, Ekonomická fakulta VŠB-TU Ostrava, Sokolská 33, 70121 Ostrava. E-mail: tomas.wroblowsky@vsb.cz

Past likvidity – tradiční keynesovské pojetí

Past likvidity je standardně definována jako situace, kdy krátkodobá nominální úroková míra vykazuje hodnoty velmi blízké nule. Takováto situace může nastat například v případě, kdy vzniká „bublina“ na trhu aktiv, ať už finančních či reálných (např. nemovitostí). Ceny aktiv jsou natolik vysoké a míry výnosu natolik nízké, že ekonomické subjekty očekávají pokles cen a růst úrokových sazeb v budoucnu. Poptávka po penězích vykazuje nekonečně vysokou citlivost na změny úrokových sazeb. Tato situace je v modelu IS-LM charakterizována horizontální křivkou LM.

Tato situace je zajímavá především proto, že monetární politika přestává být účinná ve snaze o omezení deflačních tlaků a zvýšení výstupu. Keynes tvrdí, že může nastat situace, kdy preference likvidity (jinými slovy poptávka po reálných peněžních zůstatcích) bude nekonečně vysoká, protože všichni preferují hotovost na úkor ostatních finančních aktiv, která nenesou prakticky žádný výnos. Monetární autorita tak ztrácí kontrolu nad úrovní úrokových sazeb, neboť jakékoli zvýšení peněžní nabídky neovlivňuje velikost výstupu ani cen. Účinnost zvýšení nabídky peněz v keynesovském pojetí pasti likvidity lze znázornit pomocí modelu IS-LM.

Obr. 1: Monetární expanze v pasti likvidity



Historie nabízí několik případů, kdy lze hovořit o tom, že se některá ekonomika v situaci označované jako past likvidity nacházela. Např. v období Velké deprese ve Spojených státech byly úrokové sazby velmi nízké, přičemž například míra výnosu

z tříměsíčních pokladničních poukázek v roce 1933 nepřesahovala jednu desetinu procenta.

Typickým příkladem pasti likvidity, který bývá uváděn v kurzech makroekonomie, je situace v Japonsku v průběhu devadesátých let. Přetrvávající recese spojená se silnými deflačními tlaky² vedly japonskou centrální banku k politice nulových oficiálních úrokových sazeb. Ani zdvojnásobení měnové báze v průběhu devadesátých let však ke zmírnění deflačních tlaků nevedlo. Nutno však dodat, že ani fiskální opatření japonské vlády, která tradiční keynesovská teorie doporučuje jako vhodné pro stimulaci ekonomiky v pasti likvidity, nepřinesla výraznější změnu k lepšímu.

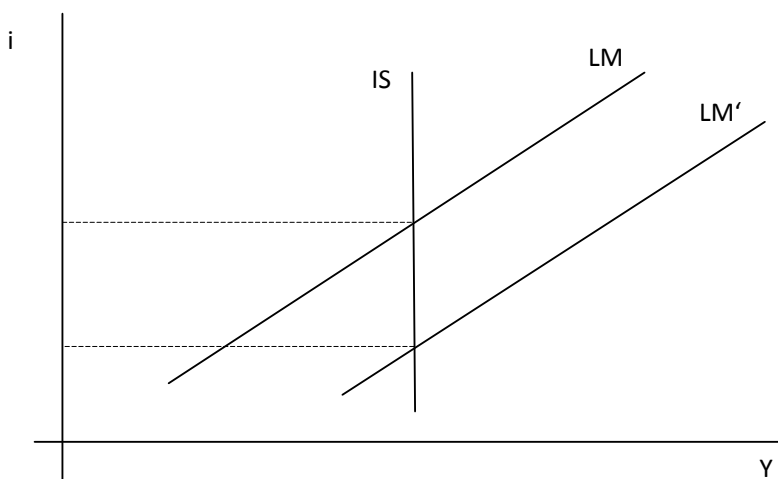
Keynesův efekt

Teoretickým konceptem, který je s pastí likvidity do značné míry spojen, je tzv. Keynesův efekt. Jak již bylo uvedeno, předpokládal Keynes vliv změn reálné nabídky peněz na výstup nikoli přímo, ale zprostředkovaně přes změny úrokové míry. Keynes ovšem upozorňuje na skutečnost, že tržní mechanismus není schopen vyrovnat se s recesí pomocí poklesu cen. Může totiž nastat situace, kdy pokles cenové hladiny (a tedy růst reálné nabídky peněz) sice povede ke snížení úrokové míry, to však nebude postačující pro povzbuzení soukromé spotřeby a zamýšlených investic. Keynes to zdůvodňuje pesimistickými očekáváními ekonomických subjektů. Zamýšlené agregátní výdaje jsou v takovéto situaci zcela necitlivé na změny úrokové míry. Vzniká tak jev, který bývá v ekonomické literatuře označován jako tzv. deflační impotence cenového mechanismu.

Past likvidity a Keynesův efekt tak mají společnou především nedůvěru ve schopnost změn nabídky peněz ovlivňovat velikost reálného výstupu. Oba koncepty rovněž ústí do vertikálního tvaru křivky agregátní poptávky. Lze však říci, že zatímco past likvidity se projevuje specifickou situací na trhu peněz (resp. finančních aktiv), v grafickém vyjádření tedy horizontální křivkou LM, Keynesův efekt je charakterizován specifickou situací na trhu zboží a služeb, v grafickém vyjádření vertikální křivkou IS, viz následující obrázek.

Obrázek 2: Monetární expanze a Keynesův efekt

² Pro podrobnější rozbor situace v Japonsku včetně jejích pravděpodobných příčin viz např. Krugman (1998), z českých prací např. Frait *et al* (2002).



Krugmanovo pojetí pasti likvidity

Koncem devadesátých let publikoval Paul Krugman několik článků a konferenčních příspěvků, ve kterých podrobně analyzuje možné příčiny a důsledky pasti likvidity v Japonsku. Jeho přístup se od tradičního keynesovského pojetí výrazným způsobem liší.

První významnou odlišností je fakt, že Krugman nehledá příčiny pasti likvidity primárně na trhu peněz, ale spíše na trhu kapitálu. Nepružná reálná úroková míra, která je i při velmi nízkých hodnotách nominálních sazeb příliš vysoká, způsobuje na trhu přebytek úspor nad soukromými investicemi. Vzhledem k tradičně nízkým hodnotám očekávané inflace v Japonsku je jedinou možností poklesu reálné úrokové míry, který by uvedl trh kapitálu do rovnováhy, pokles současné cenové hladiny.

Dalším odlišným aspektem je to, že sledování nabídky peněz není v Krugmanově pojetí v podstatě relevantní. Zatímco totiž centrální banky může svými nástroji ovlivňovat výši monetární báze, zůstává otázkou, do jaké míry se toto zvýšení promítne do velikosti širších peněžních agregátů. Neochota bank poskytovat úvěry a investorů držet dluhopisy může významným způsobem snížit hodnotu peněžního multiplikátoru, což i při významném růstu báze povede pouze k zanedbatelnému růstu širších agregátů.

Jsme dnes v pasti likvidity?

Otázka, zda současná ekonomická situace odpovídá charakteristikám pasti likvidity se přímo nabízí. Najít na ni odpověď nemusí být tak jednoduché, jak se na první pohled zdá. Je zřejmé, že výše úrokových sazeb je v současné době ve většině ekonomik velmi nízká. Právě tato skutečnost, společně s dosud rozporuplnými výsledky uvolněné měnové politiky, pravděpodobně vedou některé ekonomy k přesvědčení, že se o past likvidity skutečně jedná.

Pokud však současnou situaci kupříkladu ve spojených státech srovnáme s tradiční definicí pasti likvidity, lze nalézt jisté odlišnosti. Tou nejdůležitější je, že reálné projevy této teoretické koncepci odpovídají, příčiny však již mnohem méně. Podle keynesovského pojetí jsou ekonomické subjekty ochotny držet jakékoli množství peněžních zůstatků, protože spekulují na budoucí vzestup úrokových sazeb. Tento motiv však v současnosti ustupuje do pozadí. Naopak, preference držby peněz na úkor ostatních aktiv je dána především jejich pesimistickými očekáváními a nejistotou ohledně budoucího vývoje. Je naopak možné, že se na trzích zboží a služeb projevuje jistá obdoba Keynesova efektu. Ani výrazný pokles úrokových sazeb za poslední rok nedokázal motivovat soukromé subjekty ke zvýšení soukromé spotřeby a investic, přičemž důvod lze opět hledat v jejich pesimistických očekáváních.

Existuje i jiná odlišnost. Konvenční teorie předpokládá inverzní vztah mezi cenou aktiv a mírou výnosu z těchto aktiv, což znamená, že výše úrokových sazeb by měla klesat k nulovým hodnotám v období, kdy jsou velmi vysoké ceny aktiv. Současný pokles úrokových sazeb však nastal až jako reakce na finanční krizi a prudký pokles cen jak finančních, tak reálných (nemovitosti) aktiv.

Jak z pasti ven?

Pokusme se nyní z pohledu ekonomické teorie navrhnout hospodářskopolitická opatření, která by mohla pomoci světovému hospodářství překonat současnou krizi. Pokud bychom připustili, že současná situace odpovídá Keynesovsko – Hicksovskému pojetí pasti likvidity, měl by být jednoznačným lékem na současnou krizi růst vládních výdajů. Ten by měl zacelit mezeru v jinak nedostatečné agregátní poptávce ze strany soukromých subjektů.

Toto doporučení se však jeví zcela jinak v kontextu zkušeností s japonskou pastí likvidity z devadesátých let. Japonská vláda realizovala masivní fiskální expanzi, která však přispěla k růstu HDP a cenové hladiny jen velmi omezeně. Vysvětlení hledíme opět v očekáváních soukromých subjektů – pesimismus v kombinaci s tradičně vysokou mírou úspor Japonců se projevil ve velmi nízké hodnotě výdajového multiplikátoru. Vzhledem k současné situaci, ať už v USA, České republice či v kterékoli zemi, je velmi pravděpodobné, že stejný scénář se bude odehrávat i nyní. Navíc stejně jako v devadesátých letech Japonsko, i nyní má celá řada krizí zasažených ekonomik výrazné problémy v systému veřejných financí³. To má několik negativních důsledků – vláda nemá na financování pomoci ekonomice prostředky a další zadlužování se stává velmi drahým. Navíc ekonomické subjekty vnímají uvolnění fiskální politiky jako dočasné, což dle většiny modelů nové klasické makroekonomie (viz např. Baxterová – King, 1993) výrazně snižuje účinnost těchto opatření.

Co se týče měnové politiky, zde se jednoznačně projevuje Krugmanův argument o poklesu peněžního multiplikátoru a tudíž neúčinnosti pouštění dalších peněz do oběhu. Další snižování úrokových sazeb již není možné či žádoucí. Ve Spojených státech již není kam sazbu snižovat, v České republice by to možné bylo, vzhledem k vývoji kurzu koruny však takovéto opatření není dle posledních vyjádření ČNB žádoucí.

Je velmi pravděpodobné, že prvořadou nutností je koordinace obou typů politik. Lze zřejmě souhlasit s tím, že centrální banka musí především přesvědčit veřejnost o tom, že hodlá být „dlouhodobě nezodpovědná“ a podporovat politikou kvantitativního uvolňování výstup a inflaci. Fiskální autorita by pak měla přijmout jak poptávkově, tak zejména nabídkově orientovaná opatření, aby nejen řešila důsledky současné vysoké nezaměstnanosti, ale také zabránila jejímu dalšímu poklesu.

I přes zmíněná doporučení teoretické ekonomie je však otázkou, zda náklady spojené s léčením postižených ekonomik jsou racionálně vynaložené a zda by případná ztráta produktu a zaměstnanosti nebyla nižší než suma prostředků, kterou na záchranu centrální autority uvolnily a ještě uvolní.

³ Frait *et al* (2002) tvrdí, že tento problém nemusí být významným, a to u těch ekonomik, které se do současné situace dostaly nikoli díky strukturálním problémům samotné země, ale zejména díky problémům obchodních partnerů. Takovou zemí je např. ČR

Seznam použité literatury:

1. **Baxter, M. – King, R. G. (1993):** Fiscal Policy in General Equilibrium. *American Economic Review*, 1993, 83(3), pp. 315-334
2. **Frait, J. – Melecký, M. – Horská, H. (2002):** Recese, deflace, bankovní krize a past likvidity v Japonsku. *Politická ekonomie*, č. 2, 2002, s. 263-280
3. **Horská, H. (2002):** Jak vyřešit problém deflace? Příklad Japonska. *IEEP Working Paper No 2/2002*
4. **Krugman, P. R. (1998):** It's baaack! Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 2, 1998, pp. 137-205
5. **Krugman, P. R. (1999):** Japan Still Trapped. <http://web.mit.edu/krugman/japtrap2.html>
6. **McCallum, B. T. (2001):** Inflation Targeting and Liquidity Trap. *NBER Working Paper No. 8225*, April 2001