

## Monetárna politika a stabilizácia ekonomiky USA

Boris HOŠOFF\*

### Úvod

Po druhej svetovej vojne sa inflácia postupne stala hlavným dôvodom, pre ktorý sa v USA končili ekonomické expanzie. Od začiatku 80. rokov pozorujeme vo vývoji inflácie zmenu, ktorá vyústila do najdlhšej povojnovej expanzie počas poslednej dekády. V priebehu nej zohrávala dôležitú úlohu peňažná politika centrálnej banky (Fed), ktorá svoju stratégiu pragmaticky prispôbovala potrebám konjunktúry. Na záver ekonomického cyklu sa prehĺbili nerovnováhy vytvorené počas expanzie a viedli k spomaleniu hospodárskeho rastu z iných dôvodov, než je inflácia. Centrálna banka tak môže aj naďalej podporovať oslabený agregátny dopyt, pričom sa opiera o konsolidovaný fiškálny rozpočet.

### 1. Vybrané charakteristiky konjunktúry

Približne od polovice roka 2000 bolo zrejmé, že hlavné ekonomické oblasti sveta, ako sú eurozóna a USA, spomaľujú tempá rastu svojich ekonomík. Ukazovateľ priemernej štvrťročnej zmeny reálneho HDP vykazoval v USA po rokoch rýchleho a vysokého rastu klesajúcu tendenciu, podobne to bolo aj pri indexe priemyselnej produkcie (graf 1). Americký priemysel dosahoval v roku 2000 klesajúce prírastky produkcie, ktorej absolútny pokles začal v prvom štvrťroku 2001. V ďalšej významnej ekonomike – Japonsku je dlhodobá stagnácia domácej expanzie umocňovaná deflačnou psychológiou, bankovou krízou, oslabeným domácim dopytom a exportom.

Od začiatku roka 2001 reagovali centrálné banky na vývoj oslabeného agregátneho dopytu. Tak Fed (*Federal Reserve System*), ako aj neskôr ECB (*European Central Bank*) znižovali svoje kľúčové úrokové miery. Oslabený spotrebiteľský a investičný dopyt sa však v USA nepodarilo významnejšie povzbudiť.<sup>1</sup> To zväčšovalo obavy z negatívneho vývoja končiaceho sa konjunkturálneho cyklu a recesie,

---

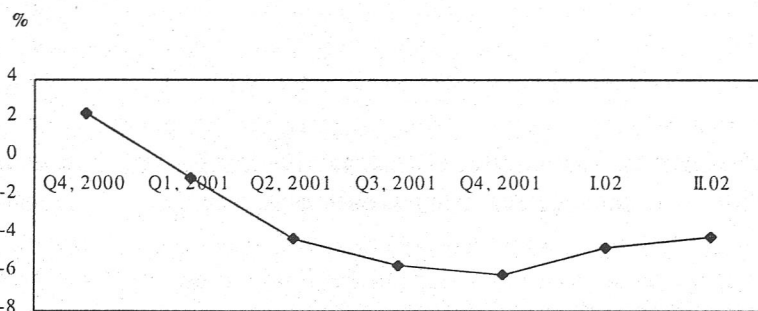
\* Ing. Boris HOŠOFF, Ústav slovenskej a svetovej ekonomiky SAV, Šancová 56, 811 05 Bratislava I

<sup>1</sup> Rast HDP získaval zo strany investičného a spotrebiteľského dopytu stále menšie rastové impulzy.

ktorá sa mohla vplyvom potenciálnej finančnej krízy vychádzajúcej z trhu cenných papierov, alebo neschopnosti súkromného sektora splácať pôžičky, vzdať sa pod kontrolu centrálnej banky. Tieto obavy pretrvávali hlavne v roku 2001; v prvom štvrtroku 2002 bol rast HDP už silnejší, hoci nedosahoval vysoké tempo charakteristické pre expanziu v 90. rokoch. Japonská centrálna banka dávno znížila oficiálnu úrokovú mieru prakticky na nulu a musí sa vyrovnávať s existujúcou pascou likvidity.

Graf 1

Index priemyselnej produkcie USA, percentuálne zmeny oproti rovnakému obdobiu predchádzajúceho roka



*Poznámka:* Časový rad rokov 2000 a 2001 je uvedený vo štvrtrokoch; za rok 2002 sme použili údaje z prvých dvoch mesiacov.

*Prameň:* Monthly Bulletin. ECB, apríl 2002.

S vývojom konjunktúry hlavných ekonomických oblastí úzko súvisí aj vývoj v ďalších regiónoch závislých od obchodovania s nimi. V Európe môžeme vidieť v súvislosti s vývojom domácej konjunktúry ekonomík EÚ tendenciu k spomaľovaniu (resp. zrýchľovaniu) ekonomického rastu v strednej a vo východnej Európe, podobne je to v regióne Latinskej Ameriky a juhovýchodnej Ázie vo vzťahu k USA a Japonsku.

Treba povedať, že spomalenie rastu, ktorého sme svedkami v posledných približne dvoch rokoch, nemalo v celej svojej šírke povahu vážnejšej hospodárskej recesie, pretože ako jeho dôsledok sa neobjavuje výraznejší rast nezamestnanosti alebo inflácie. To platí pre Európu a USA, v Japonsku sa však stagnácia ekonomiky premenila na negatívne prírastky HDP a rast nezamestnanosti, ktoré nemajú v povojnovej histórii obdobu. Jednotlivé ekonomické oblasti sa s problémami narastajúcej nerovnováhy vyrovnávajú odlišne, keďže ich postavenie z pohľadu inštitucionálneho rámca a pôsobenia konjunktúry je špecifické. Z toho vyplývajú aj rozdiely v uplatňovanej hospodárskopolitickej stratégii.

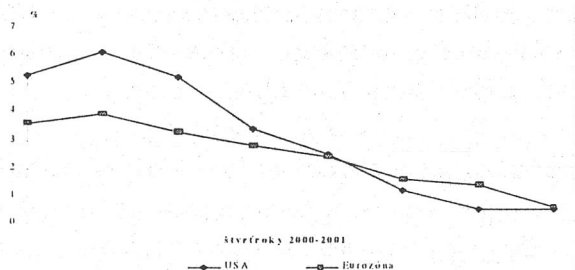
Môžeme konštatovať, že silnejšími obchodnými, majetkovými, ale aj legislatívnymi a regulačnými väzbami sa priebeh ekonomických cyklov medzi hlavnými obchodnými partnermi (USA, Japonsko, Európa) do veľkej miery zosynchronizoval. Stabilný trend vytvárajú podmienky, ktoré sa stali určujúcimi pre formulovanie makroekonomickej stratégie.

Pokiaľ ide o Európu, prijaté maastrichtské kritériá zaväzujú vlády a centrálnu banku okrem iného aj k udržiavaniu a) stanovených deficitov verejných financií a b) miery rastu cenovej hladiny. Inflácia nepodkopáva ekonomickú expanziu, čo v spojení s nástupom technologických inovácií<sup>2</sup> a výsledkov štrukturálnych reforiem spravilo tieto ekonomiky odolnejšie voči kolísaniu ekonomických cyklov. V dôsledku rozpočtových ohraničení sa stala monetárna politika hlavným nástrojom na štandardné ovplyvňovanie agregátneho dopytu.<sup>3</sup>

Vývoj konjunktúry v USA vplyva podstatným spôsobom na konjunktúru v Európe a Japonsku. To platí aj naopak, avšak môžeme tvrdiť, že vplyv USA je silnejší. Tieto spoločné črty vývoja môžeme vidieť na grafe 2. Ako sa ukazuje, hospodársky rast eurozóny je pozitívne korelovaný s rastom v USA<sup>4</sup> – spomalenie konjunktúry amerického hospodárstva sprevádza obdobný priebeh konjunktúry v eurozóne, pričom ku koncu sledovaného obdobia sa hospodársky rast krajín na starom kontinente dostal mierne nad úroveň rastu v USA, hoci aj naďalej vykazoval klesajúcu tendenciu.

Graf 2

### Pokles rastu reálneho HDP



Prameň: Monthly Bulletin. ECB, apríl 2002.

<sup>2</sup> Podľa J. A. Schumpetera je inovácia ekonomickým procesom – nie je však vyvolaný ako odpoveď na zmeny v relatívnych cenách a možných úsporách nákladov. Objavuje sa ako odpoveď na očakávané ziskové príležitosti. Podnikatelia sa realizujú v týchto príležitostiach prostredníctvom inovácií. Inovácie takto dávajú vzniknúť väčšiemu dopytu po zdrojoch – novému rastu využitia zdrojov. Tento väčší dopyt vytvára príležitosť väčšieho zisku, čo vedie k ďalším inováciám (Primit Chaudhuri, *The Economic Theory of Growth*, 1989).

<sup>3</sup> Treba povedať, že aj štrukturálna, daňová a výdavková politika zohrávajú pri podporovaní hospodárskeho rastu, a konkrétne agregátneho dopytu veľmi dôležité úlohy.

<sup>4</sup> Dokumentuje to aj kolísanie podnikateľskej dôvery.

V zásade existujú tri kanály, cez ktoré sa môže priebeh konjunktúry hospodárstva USA transmittovať do ostatného sveta: zahraničný obchod, výmenné kurzy a toky kapitálu.

Pokiaľ sa americká ekonomika spomaľuje, pokles importu je prudší ako pokles HDP. Menšia spotreba importovaných tovarov tak spôsobuje problémy zahraničným exportérom. Podobne možno vysoký nárast pasívnej obchodnej bilancie počas vzostupných fáz konjunkturálneho cyklu pripísať rýchlemu rastu americkej ekonomiky, ktorá pritom pohlcovala stále väčšie množstvo tovarov a služieb.

Pokiaľ by sa USD vplyvom tvrdých účinkov konjunktúry oslabil voči euru a jenu, znamenalo by to ďalší pokles exportov z týchto krajín (a zlepšenie pozícií amerických exportérov). Výsledkom môže byť zlepšenie obchodnej bilancie USA. Na druhej strane, slabší USD môže pomôcť ľahšie splácať dlhy krajinám, ako je napríklad Argentína, ktoré majú meny viazané na USD. Americká mena sa však nijako výrazne neoslabil, čo niektorým rozvíjajúcim sa ekonomikám nedovolilo riešiť svoje finančné problémy takýmto jednoduchým spôsobom. Finančná kríza v Argentíne nemala nijaký významný vplyv na peňažné a kapitálové trhy v USA, čo ukazuje ich relatívnu stabilitu.

Finančná nerovnováha v USA by znamenala oslabenie akciových trhov na celom svete, čo by pre rozvíjajúce sa trhy znamenalo ťažší prístup k peňažným zdrojom. Vplyv vývoja amerického finančného trhu na ostatný svet, konkrétne inštitucionálnych a súkromných investorov, je pri súčasnom vysokom objeme prílevu zahraničného kapitálu do USA silný.

Európa je oproti Japonsku v podstatne lepšej pozícii v tom, ako sa vyrovnat' s recesiou americkej ekonomiky. Má väčší priestor na potenciálne znižovanie úrokových mier, aj expanziu fiškálnej politiky (hlavne ak porovnáваме štátny dlh). Ukazuje sa však, že znižovanie úrokových mier na podporu agregátneho dopytu sa v Európe zo strany centrálnej banky nevyužíva tak priamočiaro, ako je to v prípade americkej centrálnej banky. Dôvodom je jednak väčšia diverzifikácia efektov monetárnej politiky v rámci Európskej menovej únie, jednak badať určitú opatrnosť ECB voči všeobecnému znižovaniu oficiálnych úrokových mier.<sup>5</sup>

Nie vždy bolo možné uplatňovať spoľahlivú monetárnu politiku, ktorá by nachádzala v ekonomike priaznivú odozvu. K jej postupnému presadeniu do vedúcej úlohy nástroja pri stabilizácii ekonomiky (v porovnaní s fiškálnou politikou) prišlo až v 90. rokoch. Aby sme lepšie pochopili túto zmenu, ktorá priniesla z pohľadu nízkej inflácie vyrovnanejší priebeh konjunktúry, budeme pokračovať vývojom v období, keď sa začalo budovať povedomie o tom, že monetárna stratégia bude dlhodobo pôsobiť v prospech rastu ekonomiky.

<sup>5</sup> Zatiaľ čo Fed znižoval oficiálne úrokové miery od 3. 1. 2001 spolu dvanásťkrát, ECB bola v tomto smere viac opatrná.

## 2. Monetárna politika do roku 1979

Hlavným dôvodom, pre ktorý sa po druhej svetovej vojne v USA postupne končili ekonomické expanzie, sa stala inflácia. V 60. rokoch narastali v ekonomike inflačné tlaky hlavne z toho dôvodu, že rozsah peňažného a bankového úveru bol príliš veľký na to, aby mohol byť konzistentný jednak s expanzívnu fiškálnou politikou, jednak celkovo s prebiehajúcou ekonomickou expanziou.

V tom čase ešte neexistovala dostatočne silná kritika realizovanej stratégie, ktorá by priniesla zmenu vo formulovaní cieľov monetárnej politiky. Centrálna banka Fed nemala stanovený žiaden konkrétny dlhodobý cieľ a orientovala sa na krátkodobé prispôbovanie politiky, bez ohľadu na dôsledky zmien množstva peňazí či zmien úrokových mier v ekonomike. Tento jej postoj zodpovedal politike *stop and go*, patriacej do arzenálu prevládajúceho keynesovského prúdu v makroekonomickej politike.

Monetárna politika bola komplementárna k politike fiškálnej. Stále však naberala na význame a od konca 60. rokov sa stalo všeobecne akceptovaným, že má dôležitý vplyv na agregátnu aktivitu. Význam peňažného rastu pre vývoj inflácie potom dostal v 70. rokoch peniaze do centra záujmu makroekonomickej [14].

Po roku 1970 je pri formulovaní nástrojov v politike Fed badať príklon od bankového úveru smerom k agregátnym ukazovateľom peňažného rastu.<sup>6</sup> Aby mohla centrálna banka voľne určovať ponuku peňazí, bolo potrebné prehodnotiť existujúci bretton-woodsky menový systém a prejsť na režim flexibilných výmenných kurzov. Zmenou kľúčových premenných v monetárnej stratégii sa mal spomaliť vtedy dosahovaný rast M1, čo súviselo so snahami o dôslednejšie ovplyvňovanie nežiaduceho rastu inflácie. V rokoch 1972 – 1973 uvalili USA v rámci dôchodkovej politiky kontrolu nad vývojom platov a cien, s cieľom ešte lepšie ovládnuť infláciu, ktorá stále spôsobovala domácej ekonomike veľké škody.

Komisia FOMC (*Federal Open Market Committee*) sa postupom času stala viacej otvorenou voči kritike svojej politiky a začala sa prikláňať k názorom blízkym napríklad Darrylovi Francisovi.<sup>7</sup> Jej operatívny paragraf v roku 1973 aj preto obsahoval odporúčanie na udržiavanie bankových rezerv a podmienok peňažného trhu (cena požičiavaných federálnych fondov) zodpovedajúcich očakávanému vývoju peňažných agregátov M1 a M2. Od rokov 1973 – 1974 však komisia FOMC podliehala nekonzistentnosti medzi svojimi operatívnymi cieľmi týkajúcimi sa rastu peňažných agregátov a operatívnymi krokmi na dosahovanie týchto cieľov. Miery rastu agregátov M1 a M2 neboli konzistentné s obmedzením, ktoré

<sup>6</sup> Operatívne očakávania rastu M1 a M2.

<sup>7</sup> Člen komisie od roku 1967. Nesúhlasil ani s politikou v roku 1974, keď sa pred riadením miery peňažného rastu uprednostnila úroková politika cien federálnych fondov [11].

bolo uvalené na pohyb úrokovej miery federálnych fondov (dovolené rozmedzie pre cenu federálnych fondov). Komisia FOMC znižovala úrokové miery bez uvažovania o ich inflačných dôsledkoch.

Ropná kríza bola v tom čase v plnom prúde a cenové tlaky na ekonomiku silneli. Komisia FOMC sa snažila oslabovať silnejúcu infláciu<sup>8</sup> a v rovnakom čase aj zmierňovať negatívne vplyvy na produkciu a zamestnanosť. Z tohto postoja vychádzala polovičatosť, či nesúlads, pri plnení cieľov monetárnej stratégie. V rokoch 1973 a 1974 úroková miera federálnych fondov výrazne kolísala na svojom hornom limite a peňažné agregáty sa pohybovali nad očakávanými mierami rastu – komisia FOMC sa preto musela rozhodnúť, ktorému z dvoch uvedených nástrojov dá prednosť.<sup>9</sup> Väčšina jej členov sa rozhodla uprednostniť riadenie ceny peňažných fondov (rast úrokovej miery pre federálne fondy), pred obmedzením miery rastu agregátov, ktorému sa stále pripisoval menší význam. Až do roku 1979 nebola komisia FOMC presvedčená, že inflácia je monetárny fenomén – až po tomto roku sa miera rastu peňažných agregátov spomalila. Pokiaľ sa tak nestalo, ani miera inflácie nemohla byť nižšia.

V 70. rokoch sa odohrávali zmeny na teoretickom pozadí uplatňovanej makroekonomickej stratégie, kde keynesovské tézy postupne nahrádzal silnejší vplyv monetarizmu. Okrem iného tomu pomohol prechod na režim flexibilných kurzov v roku 1973, ktorý priniesol centrálnym bankám potrebnú nezávislosť.

Ako je vidieť z grafu 3, osemdesiate roky boli začiatkom spomalenia poklesu kúpnej sily peňazí – začiatkom výrazného oslabenia inflačného podkopávania kúpnej sily USD, odohrávajúceho sa v 60. a 70. rokoch. Dôležitý je vývoj po roku 1982 (PPI), resp. 1984 (CPI), odkedy ročné cenové indexy dosahovali v priemere nižšie hodnoty rastu ako predtým, to znamená, že súkromnému sektoru už neuberala inflácia z reálneho dôchodku toľko peňazí.

Spomalenie kolísania a rastu indexu spotrebiteľských cien dokumentuje graf 4. Takýto vývoj inflácie spomalil prudký pokles kúpnej sily peňazí v USA do obdobia pred rokom 1980. Kúpna sila sa stabilizovala. Firmám, ale aj domácnostiam, umožňovala nižšia inflácia potenciálne spoľahlivejšie zhodnotenie ich investícií a majetku. Do veľkej miery sa synchronizovalo vyrovnávanie ponuky a dopytu v rámci ekonomického cyklu,<sup>10</sup> pričom deregulácia trhov a cien sa spolu

<sup>8</sup> Toto sa však do veľkej miery nedarilo naplniť, keďže počas 60. a 70. rokov bola rýchlosť rastu inflačnej prémie takmer stále vyššia ako rastúce úrokové miery. To prakticky znamená, že monetárna politika nebola v tomto období skutočne reštriktívna.

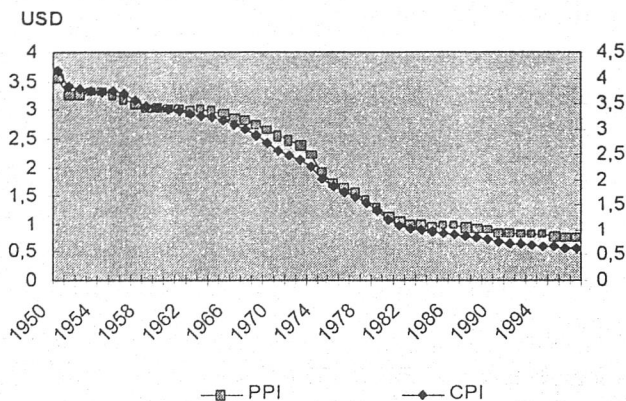
<sup>9</sup> V prípade neobmedzeného používania oboch nástrojov súčasne tak úroková miera, ako aj miera peňažného rastu negovali svoje pôsobenie v prospech dosahovania stanoveného cieľa, a to odvracania inflácie.

<sup>10</sup> Ponuka aj dopyt sa posunuli na vyššiu krivku produkčných možností, respektíve indifferenčnú krivku.

s pokrokom prichádzajúcim zo zapojenia faktorov novej ekonomiky podporila rast produktivity a potenciálu ekonomiky v 90. rokoch.

Graf 3

## Kúpna sila USD

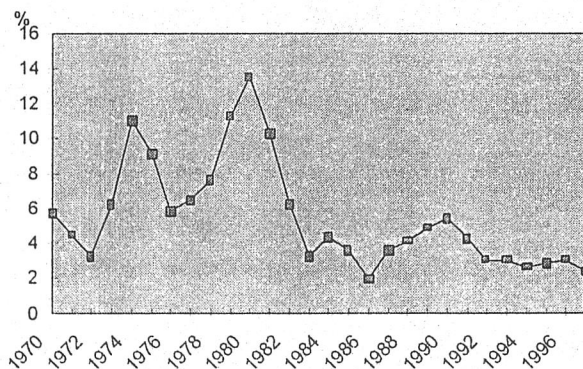


*Poznámka:* Na grafe 3 je znázornený vývoj priemernej ročnej kúpnej sily USD od roku 1950 do roku 1997 meranej v cenách výrobcov (ľavá os y) a spotrebiteľov (pravá os y). Ceny producentov sú založené na indexe hotových tovarov. Hodnoty boli získané vydelením priemerného cenového indexu základných období pre PPI (*producers price index*) 1982 = 100 a pre CPI (*consumers price index*) 1982 – 1984 = 100 a cenového indexu pre dané obdobie. Uvedené roky boli základnými obdobiami pre indexy PPI, 1982 = 1 USD) a CPI, 1982 – 1984 = 1 USD.

*Prameň:* National Data Book. U. S. Department of Commerce 1998.

Graf 4

## Priemerná ročná zmena CPI



*Prameň:* National Data Book. U. S. Department of Commerce 1998.

Vyrovňovanie a stabilizovanie vývoja kúpnej sily peňazí sa darilo naplňať od obdobia, keď v menovej politike prevládol monetaristický prístup a peniazom sa z pohľadu ich funkcie v jednotlivých fázach hospodárskych cyklov začala prikladať

nezastupiteľná úloha. Neskoršie úspechy dosiahnuté v oblasti silného výmenného kurzu domácej meny a dlhodobého rastu ekonomiky mali veľkú podporu v zmene politiky Fed v roku 1979 a jej ďalšieho postupného presadzovania<sup>11</sup> do spôsobu fungovania hospodárskeho cyklu.

### 3. Monetárna politika v 90. rokoch

V deväťdesiatych rokoch sa v USA podarilo zmeniť tendenciu v hospodárskom cykle, keď americká ekonomika prechádzala cez svoju najdlhšiu expanziu v povojnovnej histórii a ľudia začali byť viacej presvedčení o tom, že akékoľvek zdvihnutie inflácie a úrokových mier je len dočasné a že dlhodobý trend v monetárnej politike sa drží cenovej stability. Prvoradým cieľom monetárnej politiky bola maximalizácia dlhodobého ekonomického rastu pri udržiavaní stabilnej kúpnej sily peňazí.<sup>12</sup>

Spolu s fiškálnou konsolidáciou, ktorá vzbudzovala dôveru, bola monetárna politika schopná efektívnejšie pôsobiť v prospech udržateľného rastu a predlžovania expanzie. Úrokové miery boli faktorom, ktorý podporoval priebeh hospodárskeho rastu, domácnosti mohli svoju spotrebu zvyšovať na úkor väčšieho zadlženia a firemné investovanie dostalo zelenú. Inflačná prémie sa zmenšila a reálne úrokové miery zostávali relatívne vysoké, pričom sa však ich nominálna hodnota pohybovala v pásmach skôr konzistentných s expanzívnou politikou Fed.

Investovanie, predovšetkým do informačných technológií (IT), bolo hnacou silou, ktorá stála za ekonomickou expanziou v USA.<sup>13</sup> Podnikové investície sa v 90. rokoch takmer zdvojnásobili a investície do informačno-technologického vybavenia v druhej polovici 90. rokov vzrástli o 26 % na ročnej báze. Tieto výdavky sú vo veľkej miere zodpovedné za taký vysoký rast produktivity, ktorej priemer bol dvojnásobný oproti predchádzajúcim dvadsiatim rokom. Vysoké investície spôsobovali rast produktivity a pomáhali udržiavať nízku infláciu, čo podporovalo zisky a ceny akcií. To viedlo k nižším nákladom na získavanie kapitálu a podporovalo ďalšie pokroky v investovaní a produktivite. Kapitálové trhy v tomto období plne využili priaznivé podmienky na svoj rast, ktorý podporovali najmä vysoké investície súkromného sektora.

<sup>11</sup> Prijaté kroky monetárnej politiky sa v ekonomike odrazili s určitým časovým oneskorením. Treba tiež povedať, že Fed stále nerealizoval monetárnu stratégiu podľa peňažných agregátov, ale svoje kľúčové premenné pragmaticky prispôbovala potrebám konjunktúry.

<sup>12</sup> Duálny cieľ monetárnej autority Fed.

<sup>13</sup> Jednu z najvýraznejších charakteristík, ktorú sme často spomínali v súvislosti s expanziou v 90. rokoch, je rozsah, v akom sa prejavoval sektor IT. To platí tak pre obdobie ekonomického rastu – a rastu cien akcií, ako aj jeho spomalenia – a poklesu cien akcií. Dá sa teda zjednodušene povedať, že celej ekonomike svojím spôsobom dominoval cyklický vývoj v sektore IT.



Produkty technologického sektora mali veľký vplyv na ponukovú stranu ekonomiky, kam priniesli rast produktivity,<sup>14</sup> ktorý umožnil uspokojiť dopytovú stranu ekonomiky bez väčšieho zdvihnutia inflácie.<sup>15</sup> S prasknutím bubliny okolo cien IT akcií a stratou časti majetkových efektov sa spotrebné výdavky spomalili. Pomerne výrazný bol prepad v dopyte po produktoch IT sektora – kapitálových investíciách tohto druhu. Tento vývoj so sebou priniesol v roku 2001 aj mierne vyššiu infláciu spotrebiteľských a výrobných cien.

Rast spotrebiteľského dopytu bol v 90. rokoch silný a na dosahovaní prírastku HDP sa podieľal výrazným spôsobom (predstavoval približne 65 % HDP). Aj preto Fed musel zostávať zvlášť pozorný voči možnému riziku prehrievania ekonomiky a zdvihnutia inflácie v priebehu pokročilejších fáz ekonomického cyklu. Týmto smerom vysielal jasné signály<sup>16</sup> o svojej pripravenosti zdvihnúť úrokové miery.

V druhej polovici roka 2000 začal output postupne spomaľovať tempo rastu. Prvé údaje o spomaľovaní rastu HDP sa objavujú v období, keď už Fed nechával oficiálnu úrokovú mieru nezmenenú (6,5 %), a tak signalizoval jej potenciálne znižovanie. K následnému uvoľneniu podmienok na trhu viedli Fed obavy zo zhoršenia výsledkov expanzie (oslabovania investičného a spotrebného dopytu) a možného prehĺbenia recesie. Centrálna banka tým otvorila zápas o dôveru vo svoje schopnosti.

Možnosť recesie naznačovali napríklad tieto ukazovatele: pomalší rast HDP, väčší počet žiadostí o vyplácanie podpory v nezamestnanosti, pokles objednávok tovarov dlhodobej spotreby a nárast zásob tovarov v podnikoch, čo vyvolávalo tendenciu obmedzovania výroby. Spomalil sa aj rast priemyselnej produkcie a podnikového investovania, ktoré predstavovalo jeden z hnacích motorov expanzie hospodárstva v 90. rokoch. Ekonomické spomalenie sa nerozvíjalo prudko a prešlo len do miernej recesie, k čomu pomohla aj schopnosť monetárnej a fiškálnej politiky adaptovať sa na vzniknuté nerovnováhy, ktoré tak ovplyvňovali pomalšie rastúcu ekonomiku so zmiernenou intenzitou.

Treba povedať, že oslabeniu rastu americkej ekonomiky predchádzalo sprísňovanie monetárnej politiky, keď Fed zvyšoval úrokové miery. Cieľom tejto politiky bolo, ako Fed deklaroval už predtým, po prvé, spomaliť prehrievanie ekonomiky, ktorá zažívala svoju doteraz najdlhšiu expanziu a, po druhé, obmedziť pôsobenie inflačných tlakov, ktoré sprevádzali predchádzajúce ukončenia ekonomických expanzií. Reštriktívna politika Fed sa po roku 2000 zmenila a snažila sa tak

<sup>14</sup> Na strane ponuky sa rast produktivity zvýšil z priemeru 1,3 % v rokoch 1973 – 1975 na 2,8 % v rokoch 1995 – 2000.

<sup>15</sup> Inflácia spotrebiteľských cien bez potravín a energie nebola od roku 1993 vyššia ako 3 %.

<sup>16</sup> Vo svojich pravidelných správach zo zasadaní, prípadne správ podávaných do kongresu.

odpovedať na spomaľovanie rastu agregátneho dopytu. Pri takejto kombinácii zmien v politike sa vynára otázka optimálneho načasovania, či samotná monetárna politika nebola vedľajším zdrojom oslabenia rastu, s ktorým sa snaží pomerne úspešne vyrovnáť.

Povaha ekonomického spomalenia a recesie závisia aj od toho, ako intenzívne sa prejavujú nerovnováhy vytvorené v ekonomike počas expanzie konjunktúry. Príčin, ktoré sú zodpovedné za recesný stav spomalenia ekonomického rastu, je veľa a nedajú sa tu všetky obsiahnuť. Stále nové impulzy, ktoré pôsobia na správanie podnikov, domácností a vlády, budú sa však podpisovať na už vytvorených nerovnováhach, pričom je otázne, do akej miery bude ekonomika schopná ďalšieho rozvoja popri ich negatívnom pôsobení. V USA sa najvýraznejšie prejavujú tieto tri druhy nerovnováh: a) čisté úspory súkromného sektora sú negatívne; b) domácnosti a firmy vytvorili veľké dlhy; c) deficit bežného účtu platobnej bilancie narástol do obrovskej výšky. V ďalšom uvedené nerovnováhy analyzujeme z pohľadu príčin ich vzniku a možného vplyvu na ekonomiku pri spomaľovaní hospodárskeho rastu.

### 3.1. Negatívne čisté úspory

Za posledných 12 rokov zaznamenali USA výrazný pokles pri vytváraní úspor domácnosťami. Tento vývoj môžeme v zásade pripísať dvom faktorom: jednak expandujúcej konkurencii a inováciám produktov ponúkaných na finančných trhoch, jednak poklesu v pomerovom ukazovateli *dlh/aktíva* (tab. 2).

V priebehu piatich rokov (1994 – 1999) zväčšil rast akciových trhov majetok amerických domácností v nominálnom vyjadrení približne o 10 biliónov USD. V poslednej dekáde sa čistý majetok sektora domácností zväčšil z päťnásobku disponibilného dôchodku na šesť a pol násobok v polovici roka 2000. Rast hodnoty vlastnených akcií, priamy aj nepriamy, prostredníctvom dôchodkových účtov, mal na raste tohto majetku podiel 85 % [5].

Takýto rast kúpnej sily, zlepšené očakávania budúcich dôchodkov a relatívne nízke úrokové miery podporovali domácnosti v tom, aby zo svojho disponibilného dôchodku menej usporili. Od roku 1993 sa začala miera rastu osobných úspor dramaticky znižovať na hodnoty nepoznané po druhej svetovej vojne, pričom ich rast sa mierne zväčšil až v prvých štyroch mesiacoch roka 2002. To všetko v 90. rokoch, keď rástli aj podnikové investície. V dôsledku toho dosiahol súkromný sektor vysoký finančný deficit.

Keby sa čisté úspory mali vrátiť na svoj historický priemer,<sup>17</sup> bude to znamenať veľký pokles v agregátnom dopyte po tom, keď poklesnú spotrebiteľské

<sup>17</sup> Osobné úspory dosahovali medzi rokmi 1955 – 1985 priemerné hodnoty okolo 10 % disponibilného príjmu. Po tomto období sa ich podiel začal znižovať.

výdavky a investície firiem. Tento prípad môžu vyvolať strednodobé očakávania negatívneho vývoja produktu, zamestnanosti a klesajúcich dôchodkov. Samotné kolísanie cien akcií zatiaľ nebolo také veľké, aby sa investori rozhodli umiestniť vo väčšej miere svoje finančné prostriedky niekam inam (napríklad do bánk alebo do zahraničia).

História nám hovorí, že podobný deficit, ktorý zažívala Veľká Británia a Švédsko na konci 80. rokov, viedol k tvrdému pristátiu ich ekonomickej expanzie.<sup>18</sup> Ak by však mali klesať ceny akcií dlhodobo (čoho nie sme v súčasnosti svedkami), pokles majetku domácností sa negatívne premietne do očakávaní a spotrebiteľského správania. Tento vplyv môže byť väčší ako v minulosti, keďže akcie predstavujú pomerne väčšiu časť aktív domácností ako predtým. Veľmi nízke úspory nenechávajú domácnostiam veľký priestor na zmiernenie strát z prípadného poklesu na akciovom trhu.

Rok 2000 bol vôbec prvý od roku 1994, na konci ktorého boli ceny akcií nižšie ako na jeho začiatku. To znamená, že investori museli pocítiť straty na svojom majetku, čo sa negatívne premietalo do agregátneho dopytu. V tomto smere sa objavil aj určitý nedostatok zdrojov na úverovom trhu, keď investori začali viacej uvažovať s rizikom, čím vytvárali mnohým firmám ťažšie a drahšie podmienky na získanie pôžičiek. Mnohé banky sprísnilo svoje pôžičkové štandardy. Obmedzenie finančných zdrojov spomalilo rast inovácií produktov, iné firmy viedlo k zmenšeniu objednávok. Výsledkom bol spomalený rast HDP v roku 2001.

Spomalenie investícií a spotreby prišlo v období, keď sa deficit vo vonkajšej aj vnútornej bilancii prehlboval. Pomocou rovnováhy, ktorá vyjadruje povahu národného dôchodku v ekonomike, môžeme vyjadriť vzťah medzi domácou absorpciou ( $E = C + I + G$ ) a čistým exportom ( $X - M$ ).

$$Y = C + I + G + (X - M) \quad (1)$$

Z rovnice (1) sa odvodzuje základná sektorová rovnováha, v ktorej sa čistý export rovná prebytku národného dôchodku nad agregovanými výdavkami domácností a vlády.

Negatívna bilancia čistého exportu<sup>19</sup> v prípade USA naznačuje vytvorenú nerovnováhu, pri ktorej sú výdavky domácej ekonomiky väčšie ako jej príjmy. Tento deficit sa dalo vyrovnávať jednak konsolidáciou negatívneho príspevku rozpočtovej pozície, ale aj vyšším čerpaním úspor vytvorených cudzincami, čo bolo motivované lepšími možnosťami ich zhodnocovania v USA.

<sup>18</sup> Treba však spomenúť fakt, že vtedy bol rast aktív domácností spojený predovšetkým s hypotékami a sektorom nehnuteľností, ktorého zmeny cien vplyvajú na ekonomiku ináč, ako je to pri cenách akcií, ktoré sa majoritne podieľali na raste majetku amerických domácností.

<sup>19</sup> Deficit bežného účtu platobnej bilancie narastal a v roku 1999 predstavoval -3,3 % HDP, v roku 2000 to bolo už -4,4 % HDP, pričom v roku 2001 sa o niečo zmenšil na -3,7 % HDP.

Alternatívny spôsob, ako môžeme vyjadriť sektorovú bilanciu medzi bežným účtom a vnútornou rovnováhou ekonomiky, je ten, pri ktorom na obidvoch stranách rovnice (1) odpočítame domáce dane ( $T$ , *domestic transfers*) a podobným spôsobom pridáme medzinárodné transferové príjmy ( $R$ ).

$$Y + R - T = C + I + (G - T) + (X + R - M) \quad (2)$$

Výraz  $Y + R - T$  je disponibilný dôchodok domácností a firiem. Na pravej strane rovnice máme spotrebu a investície + deficit vládnej bilancie + prebytok bežného účtu ( $BÚ$ ).

S použitím definície úspor dostaneme:

$$\begin{aligned} S &= Y + R - T - C \\ X + R - M &= S - I + (T - G) \end{aligned} \quad (3)$$

Podľa rovnice (3) sa prebytok bežného účtu platobnej bilancie rovná prebytku individuálnych úspor nad investíciami + prebytku rozpočtu. Dosahovaná pozitívna vonkajšia bilancia si preto vyžaduje, aby bol súčet bilancie úspor a investícií súkromného sektora a výsledok rozpočtového hospodárenia väčší ako nula. To v ideálnom prípade znamená, že nielen súkromný sektor ušetril viac ako investuje, ale aj vláda získa na daniach viac ako minie. Deficit bežného účtu preto *ceteris paribus* znamená nedostatočný pomer úspor k investíciám a nedostatky vo vlastných výdavkoch rozpočtu. Keďže USA dosahovali od roku 1993 stále menší deficit rozpočtu a jeho negatívne príspevanie k vyjadrenej rovnováhe sa časom vytrácalo,<sup>20</sup> je rovnováha (3) narušená bilanciou bežného účtu a bilanciou investícií a úspor.

Jednou z charakteristík vývoja v 80. a 90. rokoch bol rozsah, v akom americká ekonomika dokázala zmierniť absorpciu federálnych deficitov smerom k domácim úsporám, a to zvyšovaním čerpania úspor vytvorených cudzincami. Popri slabnutí vytlačania domácich investícií zo strany klesajúceho rozpočtového deficitu, čerpanie zahraničných úspor išlo hlavne na úkor zväčšovania dlhového zaťaženia súkromného sektora. Spojené štáty americké sa z krajiny exportujúcej kapitál premenili na krajinu dovážajúcu kapitál – inými slovami, od pozitívnych k negatívnym čistým zahraničným investíciám (tab. 1).

Tabuľka 1

Nárast v čerpaní úspor vytvorených cudzincami

	1994	1995	1996	1997
Čisté aktíva/HDP (%), t. c.	-3.4	-7.4	-9.7	-16.3
Aktíva USA v zahraničí (mld USD)	46.3	51.6	56.7	61.7
Zahraničné aktíva v USA	49.7	59	66.4	78

Prameň: OECD Economic Surveys 1999.

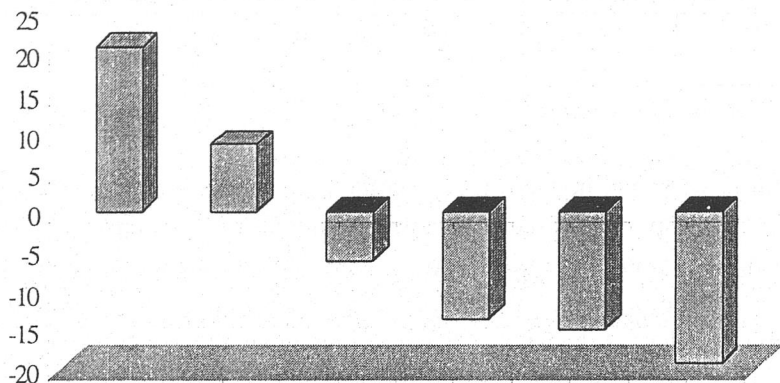
<sup>20</sup> Aby v roku 1998 zmizlo úplne.

So zhoršovaním pozície v čistých aktívach medzi USA a zahraničím sa spoločne odvíjala aj bilancia príjmov z investícií, ktorá v roku 1997 zaznamenala prudký pád, aby sa v treťom štvrtroku 1998 dostala po prvýkrát od roku 1960 do negatívneho pásma (graf 5).

Graf 5

Čisté príjmy z investícií v rokoch 1996 – 2001, USA/svet

bil. USD



Prameň: National Data Book. U. S. Department of Commerce 2002.

Ekonomika USA sa teda v súčasnosti nachádza v pozícii, keď sa finančný deficit súkromného sektora zhoršuje v dôsledku rastúcej negatívnej bilancie príjmov z investícií medzi USA a ostatným svetom. Tieto príjmy nestačia na to, aby mohli zväčšovať dôchodok amerického súkromného sektora.

Osobné úspory sa v rokoch 2000 a 2001 dostali na veľmi nízke hodnoty<sup>21</sup> a investovanie sa oslabilo vplyvom zhoršených očakávaní a nižších cien akcií. To na chvíľu zabrzdiло rast dopytu.

Od septembra 2000 sa začal zostupný trend ceny federálnych fondov, pričom sa dá očakávať podpora investícií aj zo strany dopytu štátu, ktorý tak bude čiastočne vyrovnávať oslabený súkromný dopyt. Vďaka riadeniu ceny fondov sa Fed podarilo v roku 2001 dosiahnuť mierne prístátie konjunktúry a pokračovanie v tomto trende neskôr umožnilo ekonomike prejsť na mierne tempo rastu. Domácnosti na začiatku druhého štvrtroku 2002 plne využívali priaznivé podmienky na peňažnom a kapitálovom trhu, keď maloobchodný predaj zaznamenáva nad očakávania vysoký rast.

<sup>21</sup> Údaje z posledného štvrtroku 2001 hovoria o postupnom zvrátení tohto trendu.

### 3.2. Zadlženie

Domácnosti a firmy si v 90. rokoch požičiavali voľné finančné prostriedky do takej miery, že celkový dlh súkromného sektora narástol až na 150 % HDP. Môžeme argumentovať, že dlh paradoxne klesal, ale len relatívne voči hodnote aktív súkromného sektora – vďaka vyšším cenám akcií (tab. 2).

Tabuľka 2

Znižujúci sa podiel dlhu domácností na ich celkových finančných aktívach (v %)

1985	1990	1994	1995	1996	1997
22.17	24.09	23.50	22.53	21.87	20.55

Prameň: OECD; vlastné výpočty.

Dlh je vo svojej hodnote fixný, zatiaľ čo ceny akcií majú potenciál negatívne ovplyvňovať spotrebiteľské správanie a konjunktúru hospodárstva. Vysoké dlhové bremeno by samo osebe nemuselo privodiť recesiu, ale ak sa ekonomika spomaľuje aj z iných dôvodov, môže vysoký dlh spomalenie ešte zosilniť a recesiu tak prehĺbiť (predĺžiť) – keď budú dlžníci prinútení znížiť svoje výdavky.

K narastaniu celkového zadlženia domácností prispieva hypotekárny dlh a dôchodkové sporenie. Americké domácnosti využívajú možnosť konverzie hypotekárneho dlhu<sup>22</sup> na hotovosť a splácanie svojho spotrebiteľského dlhu, k čomu ich vedie skutočnosť, že úrok platený z hypoték je odpočítateľný z daňového základu a je nižší ako ten, ktorý sa platí za spotrebiteľský úver. Ide tu teda v podstate o mechanizmus konverzie hypotekárnych úverov do okamžitého rastu spotrebiteľských výdavkov, čo je však veľmi citlivé na zmeny v úrokových mierach, keďže táto spotreba na dlh je atraktívna vtedy, keď úrokové miery klesajú.

Väčšina majetku – ktorého nárast bol vo veľkej miere spojený s rastom cien akcií – je uložená na dôchodkových účtoch obyvateľstva. Ich hodnota sa pohybuje s vývojom na trhu. Veľa amerických domácností sa preto obáva krátkodobých zmien vo svojom dôchodkovom postavení a veľká časť z nich si požičiava oproti týmto dôchodkovým účtom (zadlžuje sa), aby tak mohla financovať svoje okamžité spotrebné výdavky.

Významnú úlohu, ktorú zohral pre spotrebiteľský dopyt rast kapitálových trhov, môžeme dokumentovať pomocou regresnej analýzy, pri ktorej sme skúmali vzájomnú závislosť medzi vývojom rastúceho disponibilného dôchodku domácností a reálnymi výdavkami na osobnú spotrebu v obdobiach 1984 – 1990 a 1991 – 1997. Lineárnu závislosť medzi spotrebnými výdavkami ( $C$ ) a disponibilným dôchodkom ( $Y$ ) môžeme prepísať do tvaru spotrebnej funkcie (4).

<sup>24</sup> Má stúpajúcu tendenciu od roku 1985.

$$C = a + b Y \quad (4)$$

Reálne výdavky na spotrebu domácností sú v tomto prípade závislou premennou a disponibilný príjem je nezávislou premennou, alebo regresorom. Parametre funkcie ( $a$ ,  $b$ ) vyjadrujúce jej posun a smernicu sme vypočítali pomocou metódy najmenších štvorcov, pričom na vyjadrenie zmeny postoja domácností sme použili dve skupiny dát z už spomínaných období. Rovnica (5) sa vzťahuje na obdobie 1984 – 1990 a zmenu, ktorá nastala v nasledujúcom období 1991 – 1997, vyjadrujú parametre rovnice (6):

$$C = 2,070 + 0,515 Y \quad (5)$$

$$C = 1,940 + 0,479 Y \quad (6)$$

Pri sledovaní uvedených rovníc vidno, že na vyššie reálne výdavky domácnostiam stačil nižší disponibilný dôchodok, alebo inak povedané, v rokoch 1984 – 1990 bola elasticita reálnych osobných výdavkov na zmeny v disponibilnom dôchodku silnejšia, zatiaľ čo v rokoch 1991 – 1997 bola táto elasticita oslabená možnosťou väčšieho zadlženia. Konkrétne vplyvom, po prvé, nižšieho percenta nesplateného dlhu domácností na ich celkových aktívach, ako vidno v tabuľke 2, a po druhé, uvoľnenou monetárnou politikou – relatívne nízkymi úrokovými mierami, ktoré sa počas 90. rokov držali svojho dlhodobého priemeru 5 %, alebo boli nižšie. Disponibilný dôchodok už nehral pri spotrebiteľských rozhodnutiach domácností takú dôležitú úlohu ako v minulosti a dopyt sa mohol zväčšovať na úkor väčšieho čerpania nástrojov finančného trhu.

### 3.3. Deficit bežného účtu platobnej bilancie

V roku 2000 si USA museli zo zahraničia požičať 4,5 % HDP, oproti 1,7 % v roku 1997. Tento deficit sa dal relatívne ľahko financovať vonkajšími zdrojmi, keďže rast a návratnosť investícií boli v USA vyššie ako kdekoľvek vo vyspelom svete, čo prirodzene spôsobovalo prílev zahraničného kapitálu.

Silný dolár zohrával pri expanzii v 90. rokoch dôležitú úlohu, pretože pomáhal udržiavať infláciu na nízkej úrovni a tým umožňoval držať nízko aj úrokové miery. Oslabenie ekonomického rastu zákonite prinieslo aj tlaky na oslabenie USD. Pri oslabovaní rastu spojeného s poklesom ziskov amerických spoločností sa aj dolárové aktíva stávajú pre zahraničných investorov menej atraktívne.

S vývojom deficitu bežného účtu úzko súvisí vývoj fiškálnej pozície štátu. Ekonomický význam rozpočtového hospodárenia sa prejavuje nielen v jeho vplyve na národné úspory v budúcich rokoch, ale aj v tlakoch, ktoré budú uvalené na vonkajšiu bilanciu. Zlepšené úspory štátu v 90. rokoch kompenzovali pokles v úsporách súkromného sektora. To je jeden z dôvodov, prečo makroekonomické prostredie zostávalo

stabilné. Rast deficitu bežného účtu na takmer 5 % HDP môžeme teda do veľkej miery spájať s rastom fixných investícií a spotreby súkromného sektora.

So zmenšením prebytkov verejného sektora sa bude v budúcnosti zosilňovať problém nedostatočných národných úspor. Pri tom USA zostávajú výrazne závislé od kapitálových tokov zo zahraničia, prerušenie ktorých by znamenalo značný pokles v miere domácich investícií a potenciálne by ohrozovalo zamestnanosť. Dôležitým faktorom rastu bude preto aj naďalej udržateľnosť prílevu zahraničného kapitálu.

Obchodný deficit je vo svojej podstate tokom a bude trvať tak dlho, pokiaľ môže byť financovaný buď predajom zahraničných aktív vlastnených Američanmi, alebo predajom domácich amerických aktív cudzincom, alebo pôžičkami zo zahraničia. Obchodný deficit preto so sebou prináša finančné riziko v podobe vysokej miery neistoty vyplývajúcej z exogénnych vplyvov.

Z hľadiska toho, na ako dlho a v akom veľkom rozsahu môže krajina takýto deficit znášať, rozhodujúcou je schopnosť ekonomiky znižovať negatívne saldo, ako aj jej schopnosť znášať dlhovú záťaž (krátkodobú a dlhodobú) – tá závisí aj od neistého zahraničného dopytu po amerických aktívach. V prípade, ak by si zahraničný kapitál našiel lepšie umiestnenie, bude to znamenať pokles reálneho výmenného kurzu USD. Ak by odlev kapitálu znamenal výrazný pokles USD a väčšie inflačné tlaky, bude to mať negatívne dôsledky aj pre konjunkturálny cyklus. Zatiaľ čo zlepšenie pozície bežného účtu je dôležité z dlhodobého hľadiska, zdá sa že v krátkodobom horizonte nepodmieňuje rast ekonomiky USA nijako významne.

Z dôvodu zlepšenia rozpočtovej pozície štátu bola hlavná časť deficitu bežného účtu vyvolaná na jednej strane dobrými investičnými príležitosťami na investovanie v USA a na druhej strane lepšou cyklickou pozíciou ekonomiky USA oproti ostatnému svetu. S pokračujúcou zlou situáciou v japonskej ekonomike, oslabenou pozíciou finančného sektora v Ázii a neistou situáciou v Latinskej Amerike sa tento posledný faktor v blízkej budúcnosti pravdepodobne nezmení. Ani v dnešných dňoch nevidíme žiaden náznak v zhoršení rizikovej prémie na investovanie v USA, pričom americká vláda a firmy stále považujú za výhodné požíčovať si vo svojej vlastnej mene.

Spomenuté nerovnováhy, ktoré sa vytvorili počas konjunktúry v 90. rokoch, súvisia s rozvojom kapitálových trhov a vysokým rastom americkej ekonomiky. Zadlženie súkromného sektora a deficit bežného účtu platobnej bilancie sú dôsledkom priaznivého vývoja konjunktúry, na zabrzdení ktorej majú svoj podiel. Negatívne čisté úspory sú významné hlavne z krátkodobého hľadiska, aj z hľadiska vplyvu spomalenia konjunktúry na spotrebu súkromného sektora. Dôležitú úlohu hrá v tomto procese makroekonomická stratégia, konkrétne pôsobenie monetárnej a fiškálnej politiky v prospech zmierňovania vplyvu pomalšieho rastu ekonomiky a slabšieho agregátneho dopytu.



#### 4. Spomalenie ekonomickej konjunktúry

Americká ekonomika sa od druhej polovice roka 2000 nachádza vo fáze, v ktorej sa ponuka a dopyt snažia nájsť novú rovnováhu po tom, keď sa skončilo obdobie dlhodobo neudržateľného rýchleho rastu. Hoci v tejto fáze ekonomika vykazovala známky typické pre recesiu hospodárstva – nadmerné kapacity, klesajúce investovanie, prepúšťanie, klesajúce zisky – tomuto spomaleniu chýba dynamika, tvrdosť dôsledkov a trvanie reálnej recesie.

Ku koncu roka 2000 sa vplyvom reštriktívnej monetárnej politiky zmenšil rast domácich výdavkov a spomalilo sa splácanie hypoték, ktoré bolo dôležitým faktorom stojacim za spotrebiteľským dopytom. Rast úrokových mier sa tiež podieľal na splásknutí bubliny cien akcií, hlavne na trhu Nasdaq-u. Väčšina z akciových nárastov, ktorá sa odohrala na tomto trhu v 90. rokoch, bola neudržateľná, pretože ukazovatele *cena akcie/zisky firmy* sa dostávali do absurdne vysokých úrovní. Z toho vychádzajúce majetkové straty vplývali aj na spotrebné výdavky. Poklesli reálne výdavky na informačný kapitál<sup>23</sup> a nedostatočný pokrok v ďalších inováciách nedovolil pokračovať v takých rýchlych obmenách IT zariadení ako predtým. Navyše, desaťročné výrazných investičných výdavkov zdvihlo firemnú zadlženosť, čo viedlo k tomu, že finančné obmedzenia sa zvýšili a brzdili tak ľahší prístup k pôžičkám.

Monetárna politika na tento vývoj odpovedala pomerne rýchlo a výrazne znížila úrokové miery, čím potvrdila obavy z recesie hospodárstva.<sup>24</sup> Tieto obavy pretrvávajú a potvrdzujú sa očakávania o pokračovaní uvoľnenej peňažnej politiky centrálnej banky. Vyhliadky na ďalšiu monetárnu reakciu sú pritom založené na slabých inflačných tlakoch. Existujú však známky o ich možnom náraste. Ide hlavne o spomínaný nasýtený trh práce a riziko oslabenia výmenného kurzu USD.

Priebeh ekonomického spomalenia v USA závisí predovšetkým od toho, ako sa vyvíjajú investície a produktivita, a popri tom spotrebiteľský dopyt – hnacie motory expanzie v 90. rokoch. Pokles produktivity v dôsledku poklesu rastu HDP závisí aj od toho, do akej miery bol predchádzajúci rast produktivity výsledkom cyklických faktorov alebo faktorov dlhodobo udržateľných. Slabší rast produktivity môže zvýšiť jednotkové pracovné náklady a tým aj infláciu, čo bude spôsobovať horšie podmienky na uvoľnenie politiky zo strany Fed. Trh práce je relatívne nasýtený a ani pomalší rast ekonomiky nemusí zmenšiť mzdové tlaky na ňom pretrvávajúce. Pracovné náklady sa v priebehu expanzie v 90. rokoch znižovali práve silnejším rastom produktivity.

<sup>23</sup> Deflácia cien počítačov sa v roku 2000 spomalila z ročných 25 % na 11 % a ceny softvéru sa v podstate zvýšili o 7 %.

<sup>24</sup> Tieto obavy posilňujú cieľ novej prezidentskej administratívy v znižovaní daňového zaťaženia.

Riziko predstavuje aj pokles na akciových trhoch, v dôsledku čoho sa zvýšia náklady pri získavaní kapitálu a zhoršia sa všeobecné očakávania. To môže znížiť mieru investícií a tým aj rast produktivity a ziskov, čo zníži ceny akcií ešte viac. Slabší rast HDP by mohol potenciálne oslabiť aj USD, čo by pre Fed ešte viac škrtilo priestor na prípadné znižovanie úrokových mier.

V dejinách Fed sa podarilo veľmi zriedka dosiahnuť mierne pristátie z trajektórie neutržateľného rastu.

Pri poslednej expanzii sa to v podstate podarilo v roku 1994, keď v máji začal Fed zvyšovať úrokové miery z obavy pred vyššou infláciou a medziročný rast peňažného agregátu M2 dosiahol negatívnu hodnotu. Rast ekonomiky sa vtedy nijako výrazne nespomalil.

Hlboké recesie boli v minulosti spôsobené často vážnymi chybami v hospodárskej politike; napríklad v 30. rokoch to bola reštriktívna monetárna aj fiškálna politika, zatiaľ čo ekonomika zažívala pokles cien (defláciu).

Podobne môžeme o chybách v hospodárskej politike hovoriť aj v prípade krízy v Japonsku na začiatku 90. rokov, keď BOJ (Bank of Japan) pokračovala v prísnejšej menovej politike a zvyšovala úrokové miery ešte aj jeden rok po kolapse cien aktív, pričom v ich neskoršom znižovaní postupovala podľa analytikov príliš pomaly.

Povahu ekonomického spomalenia ovplyvňuje okrem makroekonomickej stratégie aj celý rad externalít, na pôsobenie ktorých nemá domáca ekonomika, resp. hospodárska politika, priamy vplyv. Šoky, ako napríklad rast v cenách ropy, krach na akciovom trhu, alebo nová finančná kríza v Ázii, majú potenciál zmeniť miernu recesiu na vážnu krízu.

Aktuálnym problémom, ktorý môže ekonomiku USA ovplyvňovať dlhodobo, sú finančné škandály okolo účtovníctva firiem Enron, Adelphia, Tyco, Qwest, WorldCom. Ukázali netransparentnosť a nezodpovednosť niektorých „renomovaných“ auditorských firiem, ktoré svojím prístupom narúšajú dôveru investorov voči celému podnikateľskému prostrediu. Výsledkom môže byť potenciálne oslabovanie USD.

Čo prinieslo ekonomické spomalenie pre politiku Fed a fiškálnu politiku vlády? S prechodom ekonomiky do fázy spomalenia rastu HDP prišli republikáni s alternatívnou podporou agregátneho dopytu formou zníženia daní. To bude mať eventuálne dôsledky na realizovaný hospodárskopolitický mix, ktorý existoval v americkej ekonomike počas jej expanzie v 90. rokoch. Išlo o kombináciu fiškálneho obmedzenia a monetárneho uvoľnenia. V tomto období sa podarilo odstrániť deficit štátneho rozpočtu.

Fiškálny obrat nastal ani nie tak zásluhou legislatívnych zmien, ale skôr v dôsledku rýchlejšieho rastu ekonomiky, ako sa očakávalo, a výrazného nárastu

daňových príjmov z osobných dôchodkov. Dodržanie vysokej miery príjmov je z dlhodobého hľadiska pre fiškálnu pozíciu rozhodujúce.

S príchodom konzervatívnej vlády sa dá očakávať, že budú aj naďalej presadzovať svoju agendu čo najmenších štátnych výdavkov, čo ukazuje aj ich program daňových znížení, ktorý bude s najväčšou pravdepodobnosťou ešte viac znižovať dosahovaný prebytok rozpočtu. Udržanie jeho prebytku či eventuálnej vyrovnanosti si bude preto vyžadovať menšie rozpočtové výdavky.

Ekonomický cyklus je v pokročilom štádiu a priaznivé inflačné podmienky, ktoré dovolili Fed znížiť úrokové miery, nemusia v budúcnosti prevládať. Bude preto záležať na tom, ako sa podarí udržať investičnú aktivitu, ktorej kolísanie sa v neskorších fázach bezprostredne premieňa do sektora spotreby. Nemôžeme totiž očakávať, že spotrebiteľia budú udržiavať svoje výdavky na takej vysokej úrovni (vzhľadom na svoje zadlženie), ako to bolo doteraz. Spotrebiteľské očakávania môžu v budúcnosti narúšať hlavne nasledujúce faktory: rastúca nezamestnanosť, vysoké straty na majetku spôsobené pádom cien akcií a v neposlednom rade aj nízka miera úspor amerických domácností.

Pokiaľ budú spotrebiteľské výdavky aj naďalej dosahovať kladné prírastky, môže sa americké hospodárstvo dostať na trajektóriu silnejšieho ekonomického rastu. Ak sa však spotrebiteľia rozhodnú svoje nákupné správanie výraznejšie obmedziť, z dôvodu poklesu akciových trhov, zamestnanosti alebo disponibilného príjmu, situácia sa môže vyvíjať aj horšie. Otázkou okolo mäkkého pristátia konjunktúry americkej ekonomiky treba vidieť aj z toho uhla, že mierne spomalenie len málo pomôže pri vyrovnávaní vzniknutých ekonomických a finančných nerovnováh, čo spraví v budúcnosti ekonomiku pravdepodobne viac náchylnú k prudšiemu spomaleniu.

Pod vplyvom teroristických útokov na USA výrazne poklesli maloobchodné tržby a dlhodobější pokles spotrebiteľských výdavkov by mohol byť pre americkú ekonomiku kritický. Spotrebiteľské výdavky však začali spomaľovať svoj rast ešte v poslednej štvrtine roka 2000, v septembri a v novembri 2001 dokonca výrazne poklesli. Spotrebiteľská dôvera sa síce oslabilala, výdavky ale vykazujú v roku 2002 o niečo málo väčšiu dynamiku rastu.

Spotrebu sa podarilo udržať vďaka uvoľnenej monetárnej politike dostatočne silnú na to, aby ekonomika neskĺzla do hlbšej recesie. Toto riziko môže predĺžovanie konfliktu a neistoty len posilňovať. Obavy ohľadne budúceho ekonomického rastu negatívne vplývajú aj na USD. Môžeme očakávať aj určitý pokles produktivity práce, keď sa investície a výskum budú viac orientovať na obranu a bezpečnosť, namiesto doterajšieho rastu produktivity. Navyše, sprísnenie imigračnej politiky obmedzí prístup na trh práce, ktorý sa stane menej pružným, čo môže mať za následok aj rast ceny práce.

Celkový rozmer dôsledkov vojny sa dnes dá len ťažko predpokladať. Na americkú ekonomiku bude vplyvať konflikt dlhodobo a bude závisieť aj od toho, ako ho budú vnímať americké domácnosti a do akej miery sa bude tento konflikt prenášať aj do ekonomiky USA. Zo strany štátu je zrejmé, že budúcnosť si vyžiada väčšie výdavky – prvý prijatý balíček podporných opatrení rátať s pomocou 150 mld USD a v budúcnosti treba predpokladať ďalšie mimoriadne výdavky smerujúce do Pentagonu.

Môžeme povedať, že ak bola pred septembrom 2001 badateľná určitá neochota v zapojení fiškálnych programov do podpory agregátneho dopytu, tak v súčasnosti sa tento nástroj hospodárskej politiky považuje za nevyhnutný, čo bude znamenať ešte silnejšiu krátkodobú podporu pre oslabený rast. Isté je aj to, že v makroekonomickej politike sa bude meniť hospodárskopolitický mix, keď doteraz preferovanú monetárnu politiku bude vo väčšej miere sprevádzať aj pomoc fiškálneho rozpočtu.

Bežné výdavky vlády predstavujú za prvý štvrtrok 2002 spolu 28,8 % HDP a treba povedať, že vyššie výdavky štátu sa realizujú na úkor súkromných investícií. Otázkou zostáva, ako budú väčšie verejné výdavky vplyvať na dlhodobé úrokové miery. Na dlhodobú rovnováhu americkej ekonomiky však bude mať vplyv zhoršenie fiškálnej bilancie, ktorej deficit je za prvý štvrtrok 2002 spolu 64,4 mld USD. Kombinácia pomalšie rastúcej ekonomiky, vyšších výdavkov a daňových znížení mení odhady projektovaných fiškálnych prebytkov. Vyššie štátne výdavky posilnia úlohu štátu v ekonomike a dôjde tak k novému rozloženiu síl medzi súkromným a verejným sektorom.

Došlo 14. 1. 2002

## Literatúra

- [1] National Income and Products Accounts of the United States. U. S. Bureau of Economic Analysis 1997.
- [2] National Data Book – Statistical Abstract of the United States. U. S. Department of Commerce 1998.
- [3] Summary of US International Transactions. U. S. Department of Commerce 2002.
- [4] Statistics Releases. The Federal Reserve Board; [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov).
- [5] DUDLEY, W. C. – FOSLER, G. D.: The U. S. Economy: Recession Ahead? CESifo Forum, Spring 2001.
- [6] FRIEDMAN, B.: What We Learned in the 1990s. Challenge, ed. M. E. Sharpe; júl/august 2000.

- [7] VERNENGO, M. – ROCHON, L. Ph.: *The Ideology of Exchange Rates*. Challenge, ed. M. E. Sharpe, november/december 2000.
- [8] FELDERER, B. – HOMBURG, S.: *Makroekonomika a nová makroekonomika*. Bratislava: ELITA 1995.
- [9] CHAUDHURI, P.: *The Economic Theory of Growth*. Iowa: State University Press 1989.
- [10] FRIEDMAN, M.: *Dollars and Deficits*. New Jersey: Prentice-Hall 1968.
- [11] MELTZER, A. H.: *Money and Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, november/december 2000; júl/august 2001.
- [12] GAVIN, W. T. – KYDLAND, F. E.: *The Nominal Facts and the October 1979 Policy Change*. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, november/december 2000.
- [13] *Monthly Bulletin*. European Central Bank, máj 2001; apríl 2002.
- [14] *The New Palgrave Dictionary of Economics*. London: The MacMillan Press Limited 1987.

## MONETARY POLICY AND STABILIZATION OF THE US ECONOMY

Boris HOŠOFF

The boom of the USA economy in the nineties outmatched all the booms in the past fifty years as well as the expectations of many economists. Important indicators such as unemployment rate, inflation rate, capitalisation of financial markets and fiscal management helped to prolong the expansion of the economic cycle. GDP growth rate and productivity growth rate was on average higher than any other comparable economic system. At the same time the whole decade was dominated by the efficient functioning of the monetary policy of the central bank Fed.

Conditions in the nineties differed substantially from those in the seventies and eighties. In the nineties one managed in the US to change the tendency in the economic cycle and market subjects became more confident that any increase of inflation and interest rates is only a temporary one and that the long-term trend in monetary policy follows price stability.

First-rate target of the Fed's monetary strategy was to maximise long-term economic growth along with the preservation of the stable purchasing power of the currency.<sup>25</sup> Along with fiscal consolidation, which already inspired confidence, monetary policy was able to act more efficiently in favour of sustainable growth and prolonged expansion.

Balancing and stabilising of the development of currency's purchasing power and inflation started to be successful since the times when in currency policy monetary approach prevailed and when one ascribed to the currency the irreplaceable role in its function in individual phases of economic cycles. Later successes achieved in the field of local currency's strong exchange rate and long-term economy growth had big support

<sup>25</sup> Dual target of the monetary authority of Fed.

in the change of Fed's policy of the year 1979 and its further gradual enforcement<sup>26</sup> into the mode of economic cycle function.

When in the second half of the year 2000 the output began gradually to slow down its growth rate, Fed let the official interest rate unchanged (6.5 per cent) and thus signalled its potential decrease. Fed was led towards the consecutive relaxation of conditions in the market by the fears of the deterioration the expansion results (relaxation of the investment and consumption demand) and possible recession deepening. Central bank thus opened the struggle for the confidence in its abilities.

The character of economic slow-down and recession depend also on how intensive the unbalances generated in economy manifest themselves during boom expansion. The causes responsible for the recession situation of economic growth slow-down are numerous and cannot be all included here. Ever-new impulses affecting the behaviour of enterprises, households and the government subscribe themselves on the unbalances already generated, and it is questionable to what extent the economy will be able to develop itself further alongside with this negative impact. In the USA the following three sorts of unbalances most markedly occur: a) net savings of private sector are negative; b) households and firms generate big debts; c) current account payment balance deficit grows enormously.

High financial deficit of the private sector arose as a result of the investment increase and dramatically decreased growth rate in personal savings. Should the net savings return to their historic average,<sup>27</sup> the result would be a relatively big decrease of aggregate demand after the decrease of consumer expenses and investments of firms. This case can be provoked by medium-term expectations of negative development of the product, employment and decreasing incomes that will reflect in share rates.

The growth of capital markets played an important role in consumer demand. We demonstrated by means of regression analysis that for higher real expenses of the households lower disposable income was enough, in other words, in the years 1984 – 1990 the elasticity of real personal expenses towards the changes in disposable income was stronger, whereas in the years 1991 – 1997 this elasticity was weakened by the possibility of higher indebtedness. Disposable income no longer played in consumer decision of the households such an important role as in the past and the demand could increase at the expense of the higher drawing of the financial market tools.

The development of financial markets accompanied by the enforcement of monetary rules in economic policy was indirectly related with the growth of deficit in the current

---

<sup>26</sup> Accepted steps of the monetary policy reflected in the in economy with a certain time delay. One should also remark that Fed did not always implement its monetary strategy according to monetary aggregates, but pragmatically adapted its key variables to the needs of the boom.

<sup>27</sup> Personal savings reached between the years 1955 – 1985 on average some 10 per cent of disposable income. Following this period their share began to decrease.

account payments. The trade deficit is in its essence the flow and will last as long as one could finance it either by the sale of foreign assets owned by the Americans or by the sales of domestic American assets to foreigners or by loans from abroad. Trade deficit thus brings about financial risk in the form of high uncertainty rate generated by exogenous influences (for instance uncertain foreign demand).

Mentioned unbalances, which were generated during the boom of the nineties, are connected with the development of capital markets and with the high growth of American economy. The indebtedness of the private sector and the current account payment balance deficit result from the favourable development of the boom, which however, they inevitably subvert in the long-term horizon. Negative net savings are important mainly from the short-term point of view. Negative net savings are important also from the point of view of the boom slow-down's impact on the consumption of the private sector. The important part in the process of increasing unbalances is played by the macro-economic strategy, particularly the functioning of monetary and fiscal policy trying to moderate the influence of the slower growth of economy and weaker aggregate demand.

American economy is since the second half of the year 2000 in the phase where the supply and demand try to find a new balance after the end of the period of long-term not sustainable fast growth. Although in this phase the economy demonstrated signs typical for the recession of economy – excessive capacities, decreasing investments, worker discharging, decreasing profits – this slow-down lacks dynamics, gravity of consequences and duration of the real recession.

Monetary policy responded to this development relatively quickly and markedly decreased interest rates, thus confirming the fears of economy's recession. These fears prevail and the expectations to continue a relaxed monetary policy of the central bank are confirmed. The prospects for further monetary reaction are based on weak inflation pressures. However, some signs of their possible increase exist. At stake are above all relatively saturated labour market and the risk of weakening of the USD exchange rate.

Economic cycle is in the advanced phase and favourable inflation conditions that allowed the Fed to decrease interest rates may not prevail in the future. Thus it will depend on how one succeeds to maintain investment activity, where the fluctuation in later phases directly influences the consumption sector. We cannot expect that consumers will maintain their expenses on such a high level (concerning their indebtedness), as has been the situation up till now. We can say that if before September 2001 one sensed a certain unwillingness to engage fiscal programmes into the support of aggregate demand, one now considers such a tool of economic policy as indispensable. This will thus mean even stronger short-term support for the weakened growth. It is also unquestionable that in macro-economic policy the economic and policy mix will be changed when the hitherto preferred monetary policy would be accompanied to a greater extent also by the support for fiscal budget.

Current expenses of the government for the first quarter of 2002 total 28.8 per cent of GDP and one should say that higher government expenditure is implemented at the expense of private investments. Question remains, how will greater public expenses influence long-term interest rates. Long-term balance of the American economy will be influenced, however, by the decline of fiscal balance, where the deficit for the first quarter of 2002 totals 64.4 billion USD. The combination of slower growing economy, higher expenses and tax decreases changes the estimates of projected fiscal excesses. Higher government expenses will strengthen the role of the government in the economy and thus a new power distribution between private and public sectors will take place.