

Nad inflací, nebo pod inflací? Kde že jsou úrokové sazby?

Jaká je ideální úroveň úrokových sazeb? A není to snad otázka za milion? Ne že by nebyla. Centrální banka na ni však odpověď zná. Tedy alespoň částečně. Ideální měnově-politickou sazbu se totiž snaží vypočítat odborný aparát centrální banky na základě svých makroekonomických modelů. Jak jsme ale mohli vidět v posledních letech, je v konečném důsledku rozhodnutím členů bankovní rady doporučení odborného aparátu uposlechnout.

Guvernér Michl nedávno v rozhovoru pro [Blesk](#) zmínil, že v minulých 20 letech byly v ČR úrokové sazby nižší než inflace, tudíž se údajně podporovalo utrácení, zadlužování a spotřeba. *“HDP pěkně rostl, ekonomika rostla, ale pořád jsme se zadlužovali. Moje logika je opačná – mít vyšší úrokové sazby, podporovat spoření a v rašínovském duchu ‘pracovat a šetřit’, byť bude nižší ekonomický růst”*, vysvětluje šéf centrální banky. Než určíme, zda se jedná o validní úsudek, bylo by správné prvně učinit krátkou exkurzi do historie. Ta totiž skýtá rovnou několik cenných poznatků.

Mezi lety 2021 až 2023 bojovala ČNB s inflací významně vyšší, než jakou cíluje. Pro ekonomické subjekty je i dle modelů centrálních bank spíše než nominální úroková míra důležitější ta reálná. Ale jak ji změřit? Existuje vícero způsobů. Jelikož se ale tyto subjekty orientují na budoucnost, a tedy na budoucí, nikoli současnou a již neovlivnitelnou míru inflace, je relevantnější tzv. *ex ante* vyjádření reálné úrokové míry.

Ex ante reálnou úrokovou míru, která je mimochodem směřodatnější i [dle slov](#) viceguvernéra Jana Fraita a jeho poradce Jakuba Matějů, vypočítáme jako rozdíl mezi úrokovými sazbami v jejich nominálním vyjádření a očekávanou mírou inflace. Ačkoli zmínění autoři argumentují, že právě *ex ante* reálná úroková míra je kladná, mají pravdu jen zčásti. Záleží totiž na tom, která inflační očekávání bereme v potaz. Zatímco při výpočtu s inflačními očekáváními analytiků finančního trhu či roční prognózou ČNB je reálná úroková míra skutečně kladná, to samé neplatí při inflačních očekávání podnikových manažerů.

I kdybychom však byli shovívaví a vycházeli z jimi zvolené metodiky, reálná úroková míra byla v prvních třech čtvrtletích roku 2021 nezanedbatelně záporná. Proč je právě toto období tak zásadní? Měnová politika má největší vliv na míru inflace zhruba po roce až roce a půl. A není tomu náhoda, že míra inflace v ČR kulminovala zrovna v září 2022. Je to totiž doba, která byla nejvíce ovlivněna měnově-politickými rozhodnutími v prvních čtvrtletích roku 2021, kdy byla reálná úroková míra v ČR ve všech známých vyjádřeních záporná. Tedy nejen v *ex ante* vyjádření, ale i kdybychom od nominální úrokové sazby odečetli realizovanou míru inflace (tj. *ex post* pojetí).

Guvernér ČNB, v té době ještě coby člen bankovní rady, neustále hlasoval pro stabilitu sazeb. Kdyby i ostatní členové nejvyššího orgánu tuzemské měnové autority dali na něj, reálná úroková míra v ČR by byla ještě mnohem výrazněji záporná, a tedy měnová politika ČNB ještě méně restriktivní. Aleš Michl tak podle své logiky sám přiznává, že za doby vysoko-inflační periody jeho hlasování *de facto* podporovalo utrácení, spotřebu a zadlužování. A to proto, že (což je paradoxně právě to, za co kritizuje předchozí bankovní rady) byly tehdy úrokové sazby signifikantně nižší než míra inflace.

Druhá část guvernérova výroku o touze držet vyšší úrokové sazby i v nynější době působí též podivuhodným dojmem. Aktuálně můžeme sledovat probíhající debaty o výši neutrální úrokové sazby, tj. sazby centrální banky, která na ekonomiku nepůsobí ani restriktivně, ani expanzivně. Přestože se přirozená úroková míra (označovaná jako r^*) s určitou pravděpodobností zvýšila (ČNB bude v květnu vydávat studii zabírající se právě její výší), nedává smysl v nynější situaci nepodporovat “spotřebu a utrácení”. Právě spotřeba domácností klesla ve 4. kvartále 2023 meziročně o 0,4 %. HDP ve stejném období zaznamenal propad o 0,2 %. Vezmeme-li v potaz, že inflace se pohybuje již třetí měsíc za sebou v tolerančním pásmu centrální banky, je logické v situaci, kdy ekonomika chřadne, uvolnit měnově-politické šrouby, aby se její výkon zlepšil.

Míra inflace v meziročním vyjádření nabývá bezpečných hodnot v souladu s tolerančním pásmem ČNB již třetí měsíc v řadě. Měli bychom však mít stále v živé paměti, že kdyby členové bankovní rady bývali uposlechlí Aleše Michla, dnes bychom cíl 2% inflace pravděpodobně slavit nemohli.