

Guvernér Aleš Michl byl nedávno hostem Vladimíra Kroce v pořadu Dvacet minut Radiožurnálu. Některá jeho vyjádření a tvrzení nám však přišla natolik nepřesná, že jsme se rozhodli o nich vést polemiku.

*“Krok číslo dvě je teď výrazné snížení inflace pod 10 % letos. Krok číslo tři, a to je to nejdůležitější pro lidi, doručení inflace v příštím roce na nízké hodnoty”,* uvedl ČRo guvernér. Jak sám Aleš Michl indikuje ve své odpovědi, primární mandát domácí centrální banky je cenová stabilita, kterou ČNB definuje jako 2% inflaci měřenou indexem spotřebitelských cen. K jejímu plnění je však zapotřebí činit odpovídající měnověpolitické kroky. Základní scénář aktuální prognózy ČNB předpokládá, že meziroční inflace ve druhém čtvrtletí 2024 nabyde 2% hodnoty. S touto prognózou je však konzistentní nárůst 3M Pribor nad 8 %. Pokud bankovní rada sazby nezvedne, hraje se o inflační očekávání, která nelze pokládat jako ukotvená na dvouprocentním inflačním cíli ČNB, protože očekávání nefinančních podniků na jednoletém horizontu činí 10,1 % a na tříletém 7 %. Někdo může namítnout, že inflační očekávání finančních trhů jsou nižší, avšak budou to právě manažeři těchto podniků, kteří tato očekávání poté budou promítat do svých cenových a mzdových kontraktů. Měnová politika by dle nových keynesovců měla být vpředhledící. V našem případě to znamená vyhnout se scénáři ze 70. let minulého století v USA, kdy inflační očekávání značně vzrostla a následně se to projevilo na výši inflace, kterou pak musel krotit ex-post guvernér Volcker zvyšováním úrokových sazeb ke 20 %. Centrální banka by tak měla tomuto scénáři zabránit preventivně a doručení inflace v příštím roce na nízké hodnoty shledáváme jako více proveditelné ve scénáři s vyššími sazbami.

*“Vzpomeňte si na to období, první polovina 2022, výrazně se zvyšují sazby, stejně roste inflace a stejně tak roste inflační očekávání. A vyvolala se vlastně hysterie. Všichni jsme se začali bát inflace, čili já jsem to chtěl zklidnit, nová bankovní rada rozhodla o stabilizaci úrokových sazeb, ale rozhodli jsme o úpravě měnové politiky a začali jsme se soustředit na korunu. Pro nás bylo důležité zabezpečit, abychom měli levný dovoz”,* zmínil v rozhovoru Aleš Michl. Zde je zajímavé sledovat pasáž, že centrální banka zvyšovala úrokové sazby, ale stejně rostla inflace. Toto prohlášení je nekonzistentní s obecným faktem, že horizont měnové politiky činí dle ČNB 12-18 měsíců. V praxi to znamená, že i podle instituce, kterou Michl řídí, se úrokové sazby promítají do ekonomiky s více než ročním zpožděním, a tak je vcelku logické, že při zvyšování sazeb bankovní radou pod vedením Jiřího Rusnoka inflace stále rostla. Inflační očekávání též rostla, jak zmiňuje guvernér, avšak mechanismus jejich snižování funguje naopak, než indikuje. Zvyšováním sazeb centrální banka ukazuje ochotu dostat inflaci na cíl a tím tak přesvědčuje ekonomické agenty o tom, že bude nižší, což snižuje jejich inflační očekávání. Zkrátka měnová politika nefunguje jako vypínač světla, že když zvýšíte sazby, inflace se hned sníží a naopak. Tato problematika transmisního mechanismu je daleko složitější. Dále stojí za zmínku “soustředění se na korunu”. Strategii devizových intervencí na posilování koruny považujeme za úspěšnou, jelikož působí na trhy přesvědčivě i signalizační efekt, že ČNB bude intervenovat, pakliže kurz skutečně oslabí. Manévrovací prostor při provádění devizové intervence na posilování kurzu je však omezený a limitovaný výší devizových rezerv. Zvýšením sazeb by se tak ještě více posílila ochota ČNB nadále rozšiřovat úrokový diferenciál mezi námi a eurozónou, což by přispělo k přílivu kapitálu ze zahraničí, mělo apreciační tlaky na domácí měnu a zabránilo možným spekulativním tlakům na korunu.

Dále nás zaujala pasáž *„...protože vzpomeňte si, že dříve bývaly běžné nulové úrokové sazby, a to my nechceme právě dopustit.”* Ano, ještě před pár lety byly skutečně zcela běžné nulové

úrokové sazby (ať už 2t repo, 3m PRIBOR či dokonce i výnos desetiletého českého státního dluhopisu). To ale rozhodně nebylo v rozporu s ekonomickou teorií! Pokud totiž tolik zaostává míra inflace za cílem centrální banky, stejně jako HDP za potenciálním produktem ekonomiky, měnová autorita by měla přistoupit ke snižování svých úrokových sazeb. A to, i kdyby snad měly úrokové sazby v nominálním či reálném vyjádření dosáhnout velice nízkých úrovní. Nedávná zkušenost v ČR dokonce naznačuje, že i nulové nominální úrokové sazby mohou být pro zažehnutí inflačních tlaků nedostatečné. Důvodem může být fakt, že tehdy byla i samotná přirozená úroková míra poblíž nule. Období nízkých úrokových sazeb od roku 2012, které trvalo až do konce kurzového závazku v roce 2017 lze ale touto optikou jen stěží kritizovat. Během těchto let totiž naše ekonomika zaznamenávala nepřetržitý růst a zároveň byla míra inflace velmi nízká. Nulové úrokové sazby tak pro naši ekonomiku patrně nebyly příliš nízké a jejich výše odpovídala tehdejší situaci.

*„Můj přístup je jiný. Já jsem viděl, že když se razantně zvyšovaly úrokové sazby takřka z nuly na sedm procent, tak stejně inflace rostla a stejně rostla inflační očekávání. Já jsem to chtěl změnit”,* dodává Michl. Inflace i inflační očekávání sice rostly simultánně se zvyšováním úrokových sazeb, avšak nikoli kvůli zpřísnění měnových podmínek ze strany ČNB. Fakt, že měnověpolitické kroky se do reálné ekonomiky nepromítají okamžitě, nýbrž s určitou časovou prodlevou, je tak samozřejmý, že věru nevyžaduje žádného dalšího vysvětlení. Na výši meziročního vyjádření inflace v měsíc, kdy zároveň došlo ke zvýšení úrokových sazeb, opravdu nemůže mít toto opatření téměř žádný vliv.

Uznáme-li, že je dnešní inflace primárně poptávkového charakteru (tuto tezi přitom indikuje nespočet různých dat, jako jsou třeba míra nezaměstnanosti, vývoj nominálního a reálného HDP, rekordní výše schodku veřejných financí či v neposlední řadě rychlost růstu peněžních agregátů), pak bychom také měli usoudit, že se tyto poptávkové tlaky vyrojily poté, co centrální banka stlačila svoji úrokovou míru pod její přirozenou úroveň, čímž zažehnula inflační oheň. K jeho uhašení je dnes potřeba učinit pravý opak, a sice zvýšit reálnou úrokovou míru nad onu přirozenou úroveň, a tím utlumit nadměrnou poptávku v ekonomice.

Ačkoli pan guvernér opakovaně proklamuje, že si přeje, aby úrokové sazby byly po delší dobu vyšší (než bylo běžné v předchozích deseti letech), sám se nijak nepřičinil o jejich současnou vyšší úroveň. Tyto nutné kroky učinila předchozí bankovní rada, za jejíž tehdejší odvahu bychom jí měli být dnes všichni vděční.

*“V září 2022 dosáhla maxima 18 % meziročně. Já jsem se stal v létě guvernérem, přišel jsem do období nejvyšší inflace v historii. Krok číslo jedna, stabilizace inflace. Je to dílčí krok, ten se podařil”,* uvedl v rozhovoru guvernér Aleš Michl. Toto tvrzení je však poněkud zavádějící, jelikož ČSÚ do svého výpočtu inflace započítal také dotace distributorům elektřiny. Bez nich by inflace činila v meziročním srovnání 18,6 % v říjnu; 19,8 % v listopadu a 19,3 % v prosinci. Hovořit o stabilizaci inflace je tak nepřesné, avšak – na obranu guvernéra – index spotřebitelských cen je měřen Českým statistickým úřadem, nikoliv ČNB.