

## Proč začíná dávat dobrý smysl již snižovat úrokové sazby?

Česká národní banka (ČNB) stále drží svou základní úrokovou sazbu na 7 %. Je tomu tak i po posledním (tj. listopadovém) měnově-politickém zasedání bankovní rady. Poprvé jsme si však mohli všimnout toho, že ne všichni členové bankovní rady hlasovali pro stabilitu nebo zvýšení sazeb – Tomáš Holub a Jan Frait zvedli ruku pro jejich snížení o 25 bazických bodů. Na první pohled by se mohlo zdát, že tento krok by při meziroční říjnové inflaci ve výši 8,5 % postrádal smysl. Jak však nyní ukážeme, v tomto specifickém případě je opak pravdou.

Začněme tím, že meziroční inflace v říjnu ve skutečnosti nečinila 8,5 %, nýbrž 5,8 %. Jak je to možné? Není to snad proto, že by statistici omylem prohodili čísla před a za desetinnou čárkou? Za touto zřetelně nižší hodnotou míry inflace stojí vyjmutí dopadů zavedení tzv. úsporného tarifu vládou na ceny energií v posledních třech měsících minulého roku. Statistický úřad efekt této vládní pomoci odečetl od svého indexu spotřebitelských cen, což technicky snižuje srovnávací základnu z konce roku 2022, čímž došel k tomu, že by inflace jinak čítala 5,8 %.

ČNB předpokládá pokles inflace do bezpečných hodnot v rámci svého tolerančního pásma (tj. 1–3% míra inflace) již v prvním pololetí příštího roku. Jestliže se to skutečně podaří (vše přitom naznačuje tomu, že se tak skutečně uděje), nastavení měnové politiky by se stalo se svou 7% sazbou velmi restriktivní. Podle Taylorova pravidla by přitom měla centrální banka při inflaci na svém 2% cíli nastavit základní nominální sazbu na neutrální úroveň 3 % (bereme-li v potaz nulový output gap a přirozenou úrokovou míru na úrovni 1 %).

V zákoně o ČNB je psáno následující: “Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.” Jak jsme již uvedli, hlavní cíl ČNB (tedy cenová stabilita) bude v nejbližších měsících s největší pravděpodobností dosažen. V tuto chvíli by se tak centrální banka měla začít soustředit na tuzemskou churavějící ekonomiku. Ta dosáhla 0,7% meziročního poklesu HDP ve 3. kvartále, přičemž ten mezičtvrtletní činil -0,5 %. A právě snížení úrokových sazeb by značně podpořilo růst ekonomické aktivity, jelikož by spotřebitele motivovalo k tomu, aby méně spořili a nakupovali více statků, a producenty podnítilo k tomu, aby více investovali (a to vše zvyšuje agregátní poptávku).

Michael Woodford kdysi [poznámenal](#), že na inflačních očekáváních nejenže záleží, ale pro měnovou politiku sotva záleží na čemkoli jiném. Je tak nutné klást si otázku, zda by snížení úrokových sazeb neovlivnilo negativně inflační očekávání. Z historie totiž dobře víme, že jsou to právě oduktovaná inflační očekávání ekonomických subjektů, která jsou schopna zvýšenou inflaci učinit záležitostí perzistentní. Ačkoli jistě existuje možné riziko toho, že by si veřejnost asociovala snižování úrokových sazeb v době (z ryze statistických důvodů) stále vysoké inflace s tím, že ČNB rezignovala plnit svůj mandát cenové stability, jedná se o situaci, kterou si centrální banka – [slovy](#) radního Tomáše Holuba – musí odpracovat hlavně komunikačně. Celkově nám proto připadá, že by snížení úrokových sazeb na dalším zasedání bankovní rady ČNB bylo zcela racionálním rozhodnutím.

Štěpán Drábek a Martin Kylar