Quo vadis, r*?

Guvernér České národní banky (ČNB) Aleš Michl na tiskové konferenci po skončení posledního měnověpolitického zasedání bankovní rady uvedl, že panuje shoda ohledně toho, že přirozená úroková míra bude vyšší, než jakou hodnotu nyní očekává prognóza ČNB. Záhy dodal, že je možné, že byla tato úroková míra vyšší dokonce ještě před vypuknutím pandemie Covidu-19. Co je to ta r* vůbec zač a proč je pro měnovou politiku tak důležitá?

„Nikdo ji nikdy neviděl, a přitom je ze všech nejmocnější“ – i takto by se dala popsat úroková míra, jež je konzistentní s potenciálním produktem ekonomiky a rovnováhou na trhu reálných zápůjčních fondů. Řeč je o přirozené (nebo také rovnovážné reálné, chcete-li) úrokové míře, známé pod označením r*. Tento pojem do monetární teorie zavedl významný švédský ekonom Knut Wicksell, když úrokovou míru *„při které se poptávka po zápůjčním kapitálu a nabídka úspor přesně shodují a která více, či méně koresponduje s očekávaným výnosem nově vytvořeného kapitálu“* nazval *„normální či přirozenou reálnou úrokovou mírou“*.

Jméno veličiny, jejíž dlouhodobě klesající vývoj celé roky znepokojoval centrální bankéře po celém světě, se začíná v tuzemské měnověpolitické diskuzi opět skloňovat. Ale dodejme, že v jiné souvislosti. Zatímco dříve se pozornost na r* v odborných kruzích obracela zejména pro obavu z nárazu na stěží překročitelnou hranici nulových nominálních úrokových sazeb (tzv. zero lower bound, zkráceně ZLB), dnes se řeší, zda hodnota této tajuplné proměnné ve skutečnosti nepřevyšovala naše odhady.

Abychom mohli rozhodnout o tom, zda nastavení měnových podmínek působí buďto restriktivně, neutrálně, nebo expanzivně, je třeba znát hodnotu oné přirozené úrokové míry. Ta je ovšem, bohužel, veličinou nepozorovatelnou a snahy o její přesnou kvantifikace bývají často velmi neúspěšné. A aby toho nebylo málo, její hodnota se neustále mění – což je mimochodem fakt, který je ze strany mnoha centrálních bankéřů nezřídka politováníhodným způsobem misinterpretován.

Člen bankovní rady Jan Kubíček na setkání s analytiky po zveřejnění měnověpolitického rozhodnutí ČNB konstatoval, že důvodem stojícím za neočekávaným zvýšením r* v předchozích letech mohl být strmý nárůst veřejného dluhu ČR. Dále také poznamenal, že se zdá, že chybný odhad přirozené úrokové míry (tj. nižší, než jaká byla skutečnost z pohledu *ex post*) vedl ke zvýšené inflaci.