

Museli jsme jednat, abychom předešli nejhoršímu

„Inflační očekávání jsou něco skoro až metafyzického, nedá se na ně sáhnout,“ říká člen Bankovní rady ČNB Tomáš Holub





Petr Fischer
fischer@tydenikeuro.cz

Centrální banka zvedla na konci září základní úrokovou sazbu o 0,75 procentního bodu na 1,5 procenta. Nejvyšší skok za posledních 25 let vysvětluje především psychologicky. „Potřebujeme ovlivnit inflační očekávání,“ říká v rozhovoru pro týdeník Euro Tomáš Holub, člen Bankovní rady České národní banky (ČNB). „Jde hlavně o to říct, zda už má inflace vliv na to, jak se chováme v každodenním životě, zda už s jejím růstem počítáme dopředu. A právě to chceme ovlivnit, aby lidé věřili, že inflace zase půjde dolů a vrátí se tam, kde ji chceme mít.“

► Odcházející ministryně financí Alena Schillerová kritizovala zvýšení sazeb, což váš šéf, guvernér ČNB Jiří Rusnok, odbyl tím, že její kritika je nekompetentní. Strach, že zvýšení sazeb podváže růst ekonomiky, ale projevili i pravociví analytici, inflace je podle nich nákladová a dovezená ze zahraničí. ČNB tvrdí, že jednat musela, nešlo to jen slovně?

Z mého pohledu zvýšení sazeb nutné bylo. Najde jen o dovezenou inflaci, ale i o celkovou domácí makroekonomickou situaci včetně přehřátého trhu práce a nemovitostí. Doprovodná komunikace je samozřejmě důležitá, ale já to beru tak, že bylo potřeba vyslat jednoznačný signál, že centrální banka si je vědoma svého základního úkolu zajišťovat cenovou stabilitu a že o tom nejen mluví, ale také tak jedná. A používá k tomu standardní nástroje, tedy nastavení úrokových sazeb. Musíme si uvědomit, že v ekonomice je důležitá reálná úroková sazba, to znamená nominální sazba minus inflace. A ve chvíli, kdy inflace dost výrazně roste a začíná se to promítat do inflačních očekávání firem a lidí, kdybychom se sazbami nehýbli, znamenalo by to, že reálná úroková sazba by byla více a více záporná. Měnová politika by byla ještě uvolněnější, než jak jsme ji kvůli covidu-19 nastavili, míra uvolněnosti by se dál spontánně zvětšovala, a to v situaci rostoucích cen, kdy se ekonomika vrátila v zásadě na předchozí úroveň. Takové uvolnění by podle našeho názoru bylo neadekvátní.

► Komerční banky ale na pohyb sazeb moc nezareagovaly, guvernér Rusnok tvrdí, že se efekt vyšších sazeb projeví až za rok. Ekonomika ale potřebuje protiinflační impuls hned.

Měnová politika se všude na světě projevuje se zpožděním. Někdy to trvá rok, rok a půl, nejrychlejší je reakce prostřednictvím změny kurzu. Pokud po zvýšení sazeb reaguje kurz posílením, sníží to alespoň částečně dovezené nákladové tlaky, které teď vidíme. Podívejte se na dovozní ceny. Statistický úřad uvedl, že dovozní ceny v korunách rostly o devět procent, ale kdyby kurz neposílil, rostly by o dvanáct procent. Je to jen čtvrtina tlaku ze zahraničí, ale jistý vliv kurzu – tedy zhruba čtvrtina – tam je.

► Vyšší sazby v tom tedy dál pomohou.

Ano, v tom sazby pomohou. Po našem nečekaně velkém zvýšení sazeb koruna posílila. Pak sice zase oslabovala, ale evidentně se tu pere globální vliv s vlivem sazeb. Kdybychom sazby nezvyšovali, koruna by dál oslabovala a inflační tlak ze zahraničí by ještě rostl. Vyšší sazby zároveň tlačí na lidi, aby si méně brali úvěry a aby více spořili. V bankách je nebývale vysoký objem vkladů z doby covidu-19 a nikdo nechce, aby se ty peníze utrácely rychle, což by inflaci dál zvedlo. Vysoká poptávka a omezená nabídka, kterou kvůli výpadkům v globálním obchodě vidíme nyní, vždy vede ke zvyšování cen a nikdo nechce, abychom inflaci ještě podporovali příliš rychle rostoucí spotřebou. A pak je tu ještě jeden důvod, proč je provedené zvýšení sazeb důležité. Dáváme tím najevo, že takto vysoká inflace tu nebude na věčné časy, protože to by motivovalo lidi k rychlému utrácení. Snažíme se tím ovlivnit budoucí inflační očekávání.

► Evropská centrální banka (ECB) vidí podobný vývoj: roste inflace, klesá výkonnost kvůli výpadkům v dodavatelských řetězcích. Přesto se sazby nehýbou, čím to je?

Je tu jedna velká odlišnost: za posledních deset let ECB bojuje s tím, že inflace je nízká, pod hodnotou jejich inflačního cíle. Lidé a firmy očekávají nižší inflaci, než chce ECB. Teď zvedli cíl na dvě procenta, ale ještě nedávno byla velká pochybnost, že jsou takové inflace vůbec schopni dosáhnout. Teď to vypadá jako vzdálená historie, ale před rokem a půl ten hlavní pojem, který byl diskutován ve vztahu k měnové politice ECB, nebyl stagflace (tedy kombinace ekonomické stagnace a růstu cen), ale lowflace, tedy low inflation, nízká inflace. Naše výchozí situace

Když máme výchozí inflaci kolem pěti procent, těžko tvrdit, že to není prioritou a že ČNB má raději zachraňovat pracovní místa v automobilovém průmyslu.





byla oproti eurozóně úplně jiná. Po ukončení kurzového závazku jsme byli nad inflačním cílem a čekali jsme, že se růst cen během pandemie utlumí, ale to nenastalo. Stal se pravý opak. Teď jsme s inflací na úrovni téměř pěti procent, je jasné, že to půjde přes pět procent, a v takové situaci se musíme bát spíše toho, že inflační očekávání porostou a že se začnou promítat do reálné ekonomiky, do vývoje mezd, do spotřebitelského chování. I ve vysoké popótávce po nemovitostech je vidět, že lidé jsou motivováni snahou uchránit peníze před inflací, tedy inflačním očekáváním. Tady už centrální banka nemůže vyčkávat a musí jednat, aby všichni věděli, že nedopustíme další růst a že se inflace vrátí ke dvěma procentům. Potřebujeme, aby se lidé s tímto vědomím začali chovat jinak. Náklady na vyrovnavání inflace jsou pak mnohem nižší, než když lidé stále čekají, že ceny dál porostou.

► ECB jednat nemusí?

Evropská centrální banka pořád vychází ze záporných úroků a jejich pandemického podpůrného programu. Čeká se, že tento program brzy ukončí, trvat má do března. Nejprve tedy ukončí tyto programy uvolněné měnové politiky a teprve pak se posunou naším směrem. Zvyšování úroků tam teď není pravděpodobné. Americký Fed možná oznámí plán ukončení své podpory ekonomice už v listopadu.

► Nemůže to vše urychlit současná aktivita vlád (Španělsko, Francie a další), které se snaží tlumit růst cen energií různými vouchery či rušením daně z přidané hodnoty? Ostatně totéž teď navrhuje i končící česká vláda.

Bude to zvláštní opatření. To, co teď sledujeme v oblasti nárůstu cen energií, je do značné míry důsledek politiky Evropské unie, tedy i naší vlády, která směřuje k omezování emisí CO₂. Velká část toho nárůstu je nárůst cen emisních povolenek, které působí tak, že zdražují energii vyráběnou z fosilních zdrojů. Vlády na jedné straně tedy říkají: my vám zdražíme energii, abyste jí méně spotřebovali, ale na druhé slibují vracení peněz prostřednictvím dotací, což je dost zvláštní kombinace politik.

► Podstatný je přece sociální ohled, dotaci dostanou jen sociálně slabší.

Ano, to je jistě legitimní politika, ale zároveň to povede k fiskální expanzi. Výpadky globálního obchodu působí stagflačně, ale i ta zelená politika působí stagflačně, navíc v delším časovém horizontu. Říká, že energie bude dražší, ale

zároveň ji musíme méně spotřebovat, což tlačí na snížení ekonomické aktivity zejména v sektorech, jež jsou energeticky náročné. Stagflaci zkrátka teď neutečeme a navíc je tu onen zelený prvek, který tu zůstane ještě dlouho poté, co se překážky v dodávkách odstraní.

► Příkladem těchto problémů může být Škoda Auto, která prakticky vypne výrobu na dva měsíce a možná i na víc, což utlumí výrobu i v napojených dodavatelských firmách. Může na takový vývoj centrální banka nějak reagovat?

Je to samozřejmě obtížné, centrální banka jim čipy nedodá. Dojde k poklesu výroby i HDP, zřejmě to bude mít nějaké dopady na trhu práce, ale zároveň každý pochopí, že za této situace nebudou auta levnější, nýbrž dražší. Pro ČNB je to dilema. My musíme ze zákona primárně dbát na cenovou stabilitu, pokud není ohrožena, můžeme podporovat ekonomický růst a další cíle politiky vlády. Ale když máme výchozí inflaci kolem pěti procent, těžko tvrdit, že to není prioritou a že raději máme zachraňovat pracovní místa v automobilovém průmyslu. Osobně si myslím, že ty dopady na zaměstnanost nebudou tak velké. V Česku je přepjatý pracovní trh, a kdyby teď nějaké lidi propustili, horko těžko by je pak sháněli zpátky. Vláda tu má lepší možnosti, jak pomoci, centrální banka bohužel k řešení nemůže moc přispět.

► Jsme tedy už naplno ve stagflaci? Ta poslední po ropném šoku na konci 70. let trvala třináct let. Dostaneme se z toho dříve?

Do velké míry už v tom nepochybně jsme, máme zvýšenou inflaci, ale není to žádné drama. V těch 70. letech byla inflace dvouciferná - třináct patnáct procent. Vyspělé země, včetně Česka, jsou dnes někde kolem pětky. Naše optika je samozřejmě jiná, protože jsme žili skoro tři desetiletí v podmínkách nízké inflace a už si ani nepamatujeme, co to skutečná inflace byla. Co se týče stagnace, tam je to hodně nevyrovnané, protože řada ekonomik dál roste, ale roste sektor služeb, který se po uvolnění lockdownů vrací na svou normální úroveň, zatímco průmysl, který tu covidovou ztrátu už dohnal, stagnuje nebo klesá. Tam ta rezerva dohánění už není, naopak podniky narazily na nedostatek komponent a materiálů.

► Přesto se zdá, že svět míří do stagflace jako v 70. letech. Co je dnes ještě jiné?

Ta historka o 70. letech byla původně taková, že jsme prostě měli smůlu

Tomáš Holub (47)

- Narodil se v Liberci.
- Studoval ekonomii na Fakultě sociálních věd Univerzity Karlovy.
- Absolvoval stáže v USA a na London School of Economics.
- Byl ředitelem měnové sekce ČNB.
- Od roku 2018 je členem Bankovní rady ČNB.

Žádná centrální banka na světě neumí říct, o kolik ceny vyskočí a jaké musí být sazby, abychom to vykompenzovali.



a dopadla na nás dvojitá ropná krize, OPEC zdrazil ropu a nedalo se s tím nic dělat, a tak jsme si odžili deset let dvouciferné inflace. Modernější ekonomie ale říká: ne, ne, ne, tohle vůbec nemuselo nastat, kdyby měnová politika a částečně i fiskální tehdy adekvátně zareagovaly. A ukotvily inflační očekávání...

► **Myslíte, že měly přesvědčit lidi, že inflace nebude trvat dlouho?**

Přesně tak. Centrální banky neměly tu odvahu přijít s tím nepopulárním opatřením a krátkodobě utáhnout měnovou politiku a na čas tak ještě zesílit stagnační problém, ale zároveň tak zabránit tomu, aby se inflace zabudovala do očekávání lidí. Proto se také tento kruh podařilo zlomit až protiinflačním tažením guvernéra amerického Fedu Paula Volckera a také za vlády Margaret Thatcherové ve Velké Británii, a to pak bylo samozřejmě hrozně nákladné. My v centrální bance nežijeme v nějaké bublině, dobře si uvědomujeme, že naše úsilí má nějaké brzdicí dopady na ekonomiku, ale z našeho pohledu je lepší se zmiňovanou historickou zkušeností zasáhnout už teď, než nechat inflaci rozjet a pak se ji snažit zlomit přes koleno.

► **Ale to je mnohem více psychologie – vytváření či tlumení inflačních očekávání.**

Ano, psychologie je důležitá, inflační očekávání je něco skoro až metafyzického, nedá se na ně sáhnout. Samozřejmě existují snahy to nějak měřit, ale ani ty nejsou dokonalé. Jde o to říct si, zda už inflace ovlivňuje to, jak se chováme v každodenním životě. Rostou ceny nemovitostí,

protože lidé si do nich ukládají úspory, aby nepřišli o peníze na účtech? Požadují lidé větší mzdy jenom jako čistou kompenzaci za inflaci? A dávají jim firmy ty peníze, protože si říkají, že když nyní zvednu mzdy o sedm procent, nebude je to bolet, protože budou moc své prodejní ceny zvýšit o deset procent? Jakmile se nastavíme do této inflační mentality, je to přesně moment, kdy toto zlomit je šilně ekonomicky nákladné.

► **Napětí v dodávkách, přerušení řetězců, obchodní a mocenská válka USA vs. Čína, deglobalizační tendence způsobené šokem z toho, že Evropa je tak závislá na Asii, to všechno naznačuje, že stagnace bude také delší...**

Ano, stagnace a tlak na vyšší náklady. Součástí toho příběhu, že jsme žili 20 let v nízké inflaci, i když měnová politika byla dost uvolněná, je i vyprávění o globalizaci. Najednou na globální trh vstoupila miliarda levných pracovníků z Asie, kam se masivně přesunula průmyslová výroba, aby byly nižší ceny. Globalizace byla jedna z příčin dlouhodobě nízké inflace. Už před covidem-19 tu byly tendence deglobalizační, obchodní válka USA vs. Čína, patří sem i brexit, takový malý lokální deglobalizační šok. Covid-19 to asi ještě umocní. Vidíme přece, že dodávání komponent z druhé strany světa, „just in time delivery“, najednou nefunguje a firmy budou mít tendenci minimálně diverzifikovat dodavatele, aby všichni nebyli v Asii, ale i v Evropě nebo jinde.

► **To bude ale nějaký čas trvat, takže výkon ekonomik nebude tak velký delší dobu.**

Nebude tak velký, navíc to zvýší náklady, protože výroba v Evropě nebo jinde už nebude tak levná jako v Asii a vyšší náklady přenesou firmy na koncového zákazníka. Když k tomu připočteme zelenou politiku, bude pro centrální banky problém udržet inflaci někde kolem dvou procent. I proto si myslím, že je dobře, že jsme se začali vcelku brzy vracet k normálu a zvýšili sazby. Můžeme se tak rychleji dostat do základního tábora, kde se rozhlédneme, jaké je počasí, jestli jít dál nahoru, nebo zůstat, než kdybychom vytrvali někde kolem nuly, u extrémně uvolněné měnové politiky.

► **Děláte si tedy náskok před riziky, která jsme tu probrali.**

Přesně, protože my si to umíme říct takhle pěkně dopředu jen kvalitativně. Ale žádná centrální banka na světě to neumí kvantitativně. Neumí říct, o kolik ceny vyskočí a jaké musí být sazby, abychom to vykompenzovali. Ale kdybychom čekali, jak to dopadne, mohlo by se také stát, že bychom hodně zaspali. A tohle riziko jsme nechtěli podstupovat.

► **Je tu ještě jedno riziko: přichází nová vláda, která bude zřejmě mít úplně jinou, konzervativnější fiskální politiku než vláda odcházející. Bude to za podmínek stagflace pro vás riziko?**

Budeme to muset vzít v potaz. Neměla by určitě nastat situace, že dojde k nějaké zásadní fiskální konsolidaci a přitom se bude dál zpříšňovat měnová politika nějakým větším tempem, což by ekonomiku zadusilo. To samozřejmě není v zájmu nikoho.

► **Pokud vznikne vláda Spolu a Piráti/STAN, bude chtít vyrovnaný rozpočet do čtyř let.**

Ano, ale první dopady jejich politiky do rozpočtu by mohly reálně přijít až v roce 2023. V roce 2022 asi žádný velký obrat ve fiskální politice nepřijde. Nastane to tedy za časovým horizontem, na který se nyní naši měnovou politikou soustředíme. Druhá věc je, že my můžeme zapracovat změnu rozpočtově politiky vlády do našich analýz, až bude něco relevantního na stole.

► **Například programové prohlášení vlády.**

Alespoň tak, ale teď je všechno jen na úrovni pocitu, že nová vláda bude fiskálně ambicióznější, co se týká konsolidace schodků, ale nic hmatatelného zatím nemáme. Pokud to tak nakonec bude, může se stát, že budeme sazby zvyšovat pozvolněji. ●