SBORNÍK ČLÁNKŮ A ROZHOVORŮ K OSLABENÍ KURZU KORUNY

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

OBSAH

Úvod
Kurz jako nástroj měnové politiky 4

Miroslav Singer (Mladá fronta DNES, autor Jitka Vlková, 13. 11. 2013 strana 8, rubrika Ekonomika)
Slabší koruna alespoň na rok a půl 6

Tomáš Holub, Petr Král (Česká národní banka, 13. 11. 2013)
Mýty opřádající intervence ČNB 9

Vladimír Tomšík (Lidové noviny, 14. 11. 2013, strana 11, rubrika Názory)
Kurz není modla, ale nástroj 13

Miroslav Singer (Hospodářské noviny, autoři Marek Hudema a Luděk Vainert, 21. 11. 2013, strana 11, rubrika HN byznys)
Důvěru v českou korunu jsme nepodlomili, lidé o nic nepřišli 14

Miroslav Singer (Reflex, 21. 11. 2013, strana 10, rubrika Aktuálně)
Nečinnost ČNB by se prodražila 16

Mojmír Hampl (Ekonom, autor Robert Břešťan, 21. 11. 2013, strana 47, rubrika Téma)
Taky jsme mohli házet peníze z vrtulníku 17

Vladimír Tomšík (Lidové noviny, autor Lukáš Kovanda, 28. 11. 2013, strana: 16, rubrika Domov)
Propíchli jsme deflační bublinu 19

Miroslav Singer (Mladá fronta DNES, 29. 11. 2013, strana 11, rubrika Názory)
Co měnové uvolnění bere, to přitvrzení dává, a naopak 21

Tomáš Holub, Petr Král (Lidové noviny, 3. 12. 2013, strana 9, rubrika Názory)
Deflace byla hrozbou 23

Mojmír Hampl (Česká národní banka, 13. 12. 2013)
Měnová politika v časech měnového populismu „10 poznámek k domácí debatě o intervencích“ 24

Vladimír Tomšík (Právo, 16. 12. 2013, strana 19, rubrika Trhy & ekonomika)
Vítězem bude český občan 30

Miroslav Singer (Hospodářské noviny, autoři Martin Jašminský a Miloš Čermák, 6. 1. 2014, strana 12, rubrika Česko)
Kurz pustíme, až nám posílení nebude vadit 31

Mojmír Hampl (Týden, autor Jiří Štefek, 13. 1. 2014, strana 54, rubrika Ekonomika)
Euro pro nás není prioritní téma 35

Vladimír Tomšík (Hospodářské noviny, 14. 1. 2014, strana 9, rubrika Komentáře)
Čekání na inflačního Godota 37

Vladimír Tomšík (Česká národní banka, 14. 1. 2014)
Devizové intervence, peněžní zásoba a kvantitativní rovnice peněz. Jak spolu souvisejí? 38

Lubomír Lízal (Česká národní banka, 21. 1. 2014)
České bilanci zahraničního obchodu se daří jako nikdy – což ovšem nemusí být tak dobrá zpráva 40

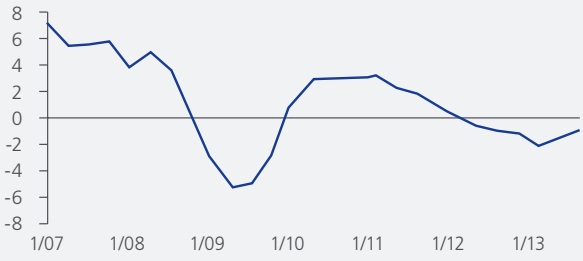
Vladimír Tomšík (Česká národní banka, 28. 1. 2014)
O deflaci, inflaci a inflačním cíli – zdánlivě banální debata o číslech 42

Kurz jako nástroj měnové politiky

Proč Česká národní banka přistoupila k oslabení kurzu koruny

Následkem světové finanční a ekonomické krize růst české ekonomiky v roce 2008 prudce zpomalil a následující rok se hospodářství propadlo o více než čtyři procenta. Následovaly dva roky pozvolného oživení, po nichž však ekonomika v letech 2012 a 2013 opět oslabovala. To se nepříznivě odrazilo v nárůstu nezaměstnanosti, snížení příjmů a spotřeby domácností, stejně jako zisků a investic firem. Česká národní banka reagovala na zmíněný vývoj tím, že zcela využila svůj hlavní měnověpolitický nástroj, když postupně snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %). Současně s poklesem úrokových sazeb na technicky nulovou úroveň se ČNB na podzim roku 2012 zavázala, že na této hladině budou úrokové sazby ponechány tak dlouho, jak bude potřeba. Jelikož ovšem úrokové sazby nelze snížit do záporných hodnot, ČNB od podzimu roku 2012 sdělovala, že je připravena použít ostatní nástroje, bude-li třeba dále uvolnit měnovou politiku. Po důkladném zvážení banka vybrala měnový kurz. Tento nástroj je pro Českou republiku, která je malou otevřenou ekonomikou s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru, vhodnější než například nákup státních dluhopisů.

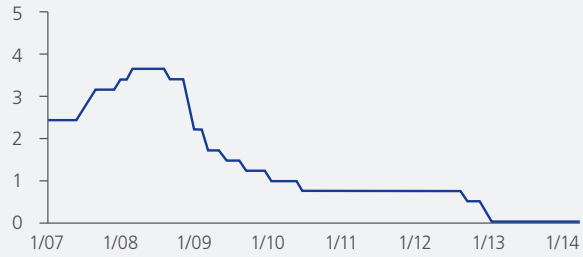
Obrázek 1: Růst HDP



Již samotné vyhlášení ČNB, že je připravena použít kurz k uvolnění měnové politiky, vedlo koncem roku 2012 a začátkem roku 2013 k oslabení a následné stabilizaci kurzu koruny, což zbrzdilo dezinflační tendence a pomohlo ekonomice se přeci jen trochu nadechnout.

Ukázalo se však, že recese a útlum na trhu práce odeznívají jen velmi pomalu a jejich protiinflační dopady vedou spolu s poklesem cen surovin a energií k dalšímu snižování inflace. Krátkodobý výhled ČNB z konce roku 2013 ukazoval na vzrůstající riziko deflace. Ceny mnoha položek spotřebního koše (zejména ceny spotřebního zboží) přitom klesaly již delší dobu a hrozilo, že klesající ceny budou domácnostmi a firmami brány jako samozřejmost a budou zapracovány do jejich očekávání i mzdového vývoje. To by však mělo pro českou ekonomiku neblahé důsledky. Proto se v listopadu 2013 ČNB rozhodla v souladu se svým zákonným mandátem, kterým je péče o cenovou stabilitu, a v souladu se svojí předchozí komunikací začít využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky.

Obrázek 2: Hlavní úroková sazba ČNB



Co by hrozilo bez zásahu ČNB

Kdyby ČNB dále neuvolnila měnovou politiku, hrozilo, že se do té doby poměrně stabilní kurzový vývoj přeruší a koruna začne výrazně posilovat. Současně by podniky, domácnosti a finanční trhy ještě více sázely na další pokles cen, a byly by tak méně ochotné čerpat úvěry i při rekordně nízkých úrokových sazbách. Následně by dále zesílily protiinflační tendence a počínající oživení by se zbrzdilo či úplně zastavilo. Ekonomika by tím mohla spadnout do další vlny recese či dokonce do deflace, tj. do setrvalého poklesu cenové hladiny. Pokles cenové hladiny by vedl k dalšímu posílení kurzu a deflačních očekávání a česká ekonomika by se tak mohla ocitnout v začarovaném kruhu, který ekonomové nazývají deflačně-recesní spirála.

Pokles cen nakupovaného zboží a služeb, který je z pohledu jednotlivého spotřebitele zdánlivě pozitivní, je na úrovni národního hospodářství jevem krajně nepříznivým a nevítaným. Centrální banky všude ve světě se maximálně snaží rizikům takového vývoje předcházet. V očekávání poklesu cen totiž řada podniků či domácností odkládá nákupy na pozdější dobu. To ovšem vede k tomu, že chybí, resp. se v čase odsouvá poptávka. Není-li poptávka, není potřeba tolik vyrábět, firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků, což tlačí na další pokles cen. Takto se celý proces opakuje stále dokola. Pokles cen a příjmů zvyšuje reálnou hodnotu dluhů a způsobuje problémy s jejich splácením. Z deflačně-recesní spirály není snadného úniku. Silně negativní zkušenost s deflačním vývojem ekonomik ve 30. letech minulého století je v tomto ohledu stále výrazným mementem pro všechny hospodářskopolitické autority, zejména pak pro centrální banky. Negativní zkušenost s deflací má v posledních dvou desetiletích rovněž Japonsko. ČNB se proto v souladu se svým

mandátem péče o cenovou stabilitu rozhodla konat tak, aby výše uvedené riziko vyloučila, tj. aby zajistila rychlejší návrat inflace do dvouprocentního cíle, tedy do bezpečné vzdálenosti od deflačních hodnot.

Obrázek 3: Inflace očištěná o primární vliv daní

Podkladem pro rozhodnutí o dalším uvolnění měnové politiky byly ekonomické analýzy ČNB. Tyto analýzy ukázaly, že by se při nečinnosti měnové politiky mohla česká ekonomika v roce 2014 dostat do deflace trvající přinejmenším dvě až tři čtvrtletí. To je ovšem velmi optimistický předpoklad. Jak totiž ukazuje historická zkušenost, deflaci může být velmi obtížné zastavit, jakmile se jednou rozjede. Proto je její včasná prevence vždy lepší než pokusy o následnou léčbu.

Přínosy oslabeného kurzu

Po důkladném zvážení všech rizik se bankovní rada v listopadu 2013 rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB se zavázala intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Tento kurzový závazek ČNB je asymetrický. To znamená, že ČNB bude bránit posílení kurzu koruny pod úroveň 27 korun za euro. Naopak případné další oslabování nad hladinu 27 CZK/EUR nechává ČNB v rukou nabídky a poptávky na devizovém trhu.

Obrázek 4: Kurz CZK/EUR

Díky oslabení kurzu hrozba dlouhodobé deflační pasti pominula a ekonomický růst zrychlí. Podle únorové prognózy ČNB hrubý domácí produkt v roce 2014 vzroste o 2,2 %. Díky uvolnění měnové politiky poroste česká ekonomika v roce 2014 o více než 1 procentní bod rychleji, než by rostla bez tohoto zákroku. To současně znamená, že na trhu práce bude k dispozici o zhruba 35 tisíc pracovních míst více, než kdyby ČNB nezasáhla.

Oslabení měnového kurzu podpoří cenovou konkurenceschopnost českých vývozců, kteří zároveň budou za stejné množství utržených eur inkasovat více korun. Slabší kurz dále zvedne ceny dováženého zboží, což podpoří i na českém trhu poptávku po zboží domácího původu. Domácnosti a firmy uvidí, že se nevyplatí čekat na další pokles cen, a část domácností (zejména středně- a vysokopříjmových) a firem začne více spotřebovávat a investovat. Českým firmám vzroste odbyt, najmou více pracovníků a lépe své zaměstnance zaplatí. Vyšší příjmy a spotřeba domácností, stejně jako zisky a investice podniků, předznamenávají vyšší daňový výnos pro veřejné rozpočty. Hlavním přínosem pro občany je větší jistota udržení stávajícího zaměstnání či vyšší šance nalézt nové. Tyto přínosy jednoznačně převáží nad bezprostředními důsledky oslabení koruny, které mohou být v krátkém období nepříznivé, protože firmám zdraží nakupované suroviny, materiály a polotovary ze zahraničí a dražší budou i dovážené zboží a energie pro domácnosti.

Dopady oslabení kurzu do inflace přitom nebudou nijak dramatické, protože dovozní náročnost spotřeby domácností je jen zhruba čtvrtinová. Průměrná míra inflace v roce 2014 dosáhne přibližně 1,2 %, a bude tak druhá nejnižší za poslední desetiletí. V průměru za roky 2014 a 2015 pak bude inflace těsně pod 2% cílem ČNB.

Jak se provádějí intervence

Na základě mandátu uděleného bankovní radou nakupuje ČNB dle potřeby a podmínek na trhu zahraniční měnu tak, aby dosáhla požadovaného uvolnění měnových podmínek. Na nákup cizí měny může ČNB použít koruny v neomezeném množství, neboť českou měnu sama emituje v papírové i elektronické podobě. ČNB je rozhodnuta intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak bude potřeba k tomu, aby udržela zvolenou úroveň měnového kurzu, odvrátila riziko deflace a postupně vrátila inflaci k 2% cíli.

Adekvátnost zvolené úrovně kurzu bude ČNB průběžně monitorovat a v případě potřeby nelze vyloučit její přehodnocení. Ke změně cílového kurzu by však bylo třeba mnohem silnějšího impulzu a přehodnocení situace, než je tomu při změně úrokových sazeb.

Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku. Teprve tehdy ze strany ČNB dojde k ukončení intervencí a následně ke zvýšení úrokové sazby nad (technicky) nulovou úroveň. Přitom lze předpokládat, že potřeba uvolněné měnové politiky bude trvat delší dobu. Je tak pravděpodobné, že ČNB bude používat kurz jako nástroj měnové politiky přinejmenším do počátku roku 2015.

Miroslav Singer
guvernér ČNB

Slabší koruna alespoň na rok a půl

(Mladá fronta DNES, autor Jitka Vlková,
13. 11. 2013 strana 8, rubrika Ekonomika)

V obavě, že její slovní intervence už nezabírají, udělala ČNB zásadní krok a sama oslabila korunu. Vydrží tak dlouho, dokud nevyvolá mírnou inflaci. Ekonomice to pomůže, věří guvernér Miroslav Singer.Boj proti inflaci je považován za hrdinství, je však mnohem těžší krotit klesající ceny, myslí si guvernér České národní banky.

Pokolikáté porušujete karanténu na veřejné vystupování, kterou držíte týden před a týden po měnovém zasedání?

Já ji neporušuju, opakuji důvody (intervence) z tiskové konference. Embargo týden po zasedání je na to, aby se nevyjadřovaly jiné věci než na tiskovce.

Co vás k tomu přimělo? Hlasitá kritika, která se na ČNB snesla?

Ukázalo se, že ten krok je závažný, vzbudil debatu. Tudíž jednoduchý opatrnostní motiv nerozmělňovat komunikaci z tiskovky neplatí, je potřeba některé věci vysvětlit.

Vysvětlit například zvýšení cen, které slabší koruna vyvolá?

Bavíme se o kroku, který představuje ekvivalent čtyř snížení úrokové míry. To nepřináší žádnou obří vlnu zdražování, spíš se ceny stabilizují. Překvapilo mě, že nyní musíme vysvětlovat základní obecné pojmy měnové politiky, co ČNB dělá, proč a jak.

Negativně se o oslabení koruny vyjádřili současný i minulý prezident. Co říkáte tomu, že vás kritizuje Václav Klaus, který vás jmenoval guvernérem?

To je normální vývoj. To, že někoho jmenuji, neznamená, že s ním musím být vždy a stoprocentně šťastný. Jako dlouho a šťastně ženatý muž vím, že se mnou partnerka nemusí být vždy šťastná, přestože řekla své rozhodující ano, a naopak. Ale vážně. Na Václavu Klausovi jsem si vždy vážil toho, že měnovou politiku nekomentoval po dobu, co byl prezidentem, a to skoro ani při neformálních příležitostech.

O to více to asi vypovídá o tom, že se mu krok ČNB vůbec nelíbí.

Spíš už je v jiné funkci. Na druhé straně mě zaráží, že musím s ekonomy komunikovat skutečnost, že každý krok měnové politiky s sebou nese vítěze a poražené. Měnová politika není neutrální. Dokonce i nečinnost centrální banky má vítěze a poražené, protože subjekty trhu spekulují na to, že něco učiní a neučiní.

Proč jste s intervencí čekali až doteď? Byl poměr hlasů těsný?

Dohodli jsme se, že u intervencí nebudeme zveřejňovat poměr hlasů. Je to operace dramatická, snažíme se o větší komunikační jednotu. Jedná se o zahájení měnové politiky jiným nástrojem, proto jsme docela dlouho čekali, zda se inflační tlaky v ekonomice neobjeví. A ony se neobjevovaly, naopak stále klesaly. To, co vypadalo jako nutnost ekvivalentu jednoho snížení sazeb pod nulu, se měnilo na potřebu dvou až tří snížení. V tuto chvíli potřebujeme záporné úrokové míry na nerealizovatelné úrovni zhruba -0,9 procenta. I v době, kdy jsme s úrokovými sazbami klesali z jednoho procenta k nule, jsme čekali, jestli takový krok bude potřeba, nebo ne, protože jsou to extrémně nízké úrokové sazby. Nakonec převážil názor, že intervence je třeba zahájit, protože ekonomika bez podstatného uvolnění měnové politiky by se mohla začít ubírat směrem, ze kterého by ji měnová politika docela obtížně dostávala.

Opravdu si myslíte, že deflace v řádu desetin procenta by českou ekonomiku uvrhla do recese a prohlubujícího se poklesu cen?

Trochu se mi zdá, že řada komentátorů pracuje se scénářem, že můžeme udržet kurz těsně pod 26 korunami za euro pouze verbálními intervencemi i v okamžiku, kdy ignorujeme potřebu snížení úrokové sazby a do minusu jít reálně nemůžeme. Začalo se ukazovat, že budeme muset začít něco dělat, nebo ztratíme schopnost ovlivňovat kurz jen slovními intervencemi, temnými hrozbami. Trhy těm hrozbám přestávaly věřit, začínaly se přiklánět k tomu, že si intervence netroufneme nikdy zahájit, a tím nás donutily je skutečně spustit. Kdybychom schopnost ovlivňovat kurz ztratili, tak koruna začne posilovat a nebavíme se o desetinkách procent deflace na období jednoho dvou čtvrtletí.

To byl hlavní argument pro ty členy bankovní rady, kteří do té doby byli proti intervencím?

Těžko říct, musíte se zeptat za šest let (až ČNB oficiálně zveřejní zápis ze zasedání, pozn. red.).

S kým ze zahraničních kolegů jste se radil o intervencích?

S Izraelci, kteří úspěšně intervenovali nedávno. Se Švýcary, kteří jsou stále na trhu a intervenují a drží nějakou hranici kurzu. A s některými kolegy z otevřených exportujících ekonomik Latinské Ameriky. Intervence nejsou v posledních letech nic neobvyklého. Máme s kým se poradit.

Vy jste obhajovali intervenci mimo jiné zvýšením zaměstnanosti, podporou exportu, růstem ekonomiky. Ve skutečnosti vám také jde o splnění domácího úkolu dostat inflaci ke dvěma procentům.

Nízká inflace u nás je vyvolaná nedostatkem poptávky. Jasně že každé uvolnění měnových podmínek v prvním řádu vede ke zvyšování cen, čímž reálná poptávka klesá. Ale to se děje i v případě mechanismu snižování úrokových sazeb, což jsme dělali v uplynulých osmi letech. S tím, jak ekonomika dlouhodobě roste, generuje tlaky na zvyšování mezd, domácnosti mají větší jistotu zaměstnání, a to všechno první efekt snížení poptávky přetlačí.

Očekáváte, že lidé uvěří, že bude dráž, a utratí své úspory?

Statisticky úspory lidí stoupají. Samozřejmě, že nemůže úspory začít utrácet každý, jsem si toho plně vědom, že řada lidí má obavu o to, jak vyjdou s penězi.

Podle vás řada lidí dosud čekala, až bude levněji. Vy čekáte s nějakým nákupem, až zboží zlevní?

Já jsem teď nic většího nakupovat nepotřeboval. Jinak čekání na zlevnění bílého zboží, automobilů či nemovitostí, to je příběh posledních let. Nevšimla jste si, že existují slevové akce, že pračka stojí každý rok méně?

Kolik podle vás stojí pračka?

Pod deset tisíc korun, občas si pročtu letáky v elektroobchodě. Problémem je čekání u těch, co na to mají a potřebují koupit novou. Což jsou ti, na které cílíme. U některých typů zboží je ta spekulace zřejmá.

A co ceny potravin? Chcete lidem tvrdit, že se nezvyšovaly?

Pokles cen maskovalo několik mizerných úrod, kdy ceny potravin stoupaly. Do značné míry to táhlo inflaci nahoru. V tuto chvíli jsou úrody slušné a tento tlak vymizí.

Říkáte, že podporujete export. Řada velkých vývozců má dopředu zajištěný kurz, takže nevydělají na oslabení koruny, navíc používají k výrobě součástky z dovozu. Skutečně věříte, že slabší měna vytáhne vývozní podniky a s nimi celou ekonomiku k růstu?

Podle průzkumu Svazu průmyslu a dopravy je zajištěná asi třetina. My jsme s tím počítali, máme to v efektu intervencí zahrnuto. Jde navíc o větší podniky. Menší podniky, které krize zasahuje více, zajištěny nejsou. Co se týká dovozní náročnosti exportu, firmám se zdraží jen část vstupů z dovozu, ale slabší koruna se promítne do nárůstu marže. Pětiprocentní oslabení kurzu se v případě desetinové marže projeví v prvním okamžiku jejím nárůstem o polovinu. Z tohoto zisku pak může podnik investovat, rozvíjet výrobu, najímat nové lidi.

Co když navzdory vašim snahám nebudou ceny růst tak, jak si představujete? Jste připraveni korunu ještě víc oslabit?

Ke změně cílového kurzu by bylo třeba mnohem vyššího, silnějšího impulzu a přehodnocení situace, než když měníme úroky. Teď neumím říct, jak by taková situace vypadala. Podle současného scénáře si myslíme, že inflace se první půlrok příštího roku i po intervencích udrží mezi nulou a jedním procentem, nebavíme se o drastickém zvednutí cen. Pak se ukáže, bude hodně záležet na tom, co se bude dít kolem nás.

A naopak, jakmile dosáhnete požadované úrovně inflace, jak z toho ven?

Na trhu jsme, když kurz naráží na hranu, kterou drží naši obchodníci poblíž 27 Kč za euro. Budeme tento kurz držet dlouho, v tuto chvíli to vidíme nejméně na rok a půl. V okamžiku, kdy ucítíme, že inflační tlaky jsou tam, kde mají být, tak ekonomika bude kurzu nominálně přizpůsobená, přestane pro ni být nepřirozený.

Oslabováním koruny a nákupem deviz vám vzrostou devizové rezervy v bilanci. Co to pro centrální banku znamená a co s nimi budete dělat?

Nainvestujeme je do různých druhů dluhopisů, jednu desetinu do akcií. Rozšiřujeme teritoria, kam investujeme, do zdravějších součástí světové ekonomiky, Austrálie, Švédsko. Jednou do roka to uvádíme ve výroční zprávě.

Co budete dělat s korunami, které teď pumpujete do ekonomiky? V budoucnu mohou znamenat vysokou inflaci. Na konci minulého týdne obchodníci s měnami hovořili o tom, že jste nakoupili eura za osmdesát miliard korun.

Centrální banky jsou dobré v tom, jak stahovat peníze z ekonomiky. Až uvidím oživující se inflaci, tak ji s potěšením zaškrtíme. Ať už tím, že ukončíme režim intervencí a kurz posílí, nebo zvedneme úrokové sazby z nuly třeba na jedno procento. To je pro centrální banku úkol, který je mnohem jednodušší než čelit deflačním rizikům. Těch se teď většina centrálních bank obává mnohem víc.

Na stažení takového objemu by nestačily ani státní dluhopisy, museli byste vydat vlastní pokladniční poukázky. To něco stojí.

Tak je vydáme, kde je problém? Centrální banky už celé dekády nemají za úkol dosahovat zisku. Proto jsou účetně odděleny od státního rozpočtu a mají mandát dělat měnovou politiku. Máme monopol na tisk peněz, centrální banka je při fixním kurzu stroj na peníze. Problém je jedině v zemích, kde jsou subjekty navyklé, že jim centrální banka něco dávala, například ve Švýcarsku, kde kantony mají část příjmů centrální banky. My tento problém nemáme.

Pochválil vás někdo za intervence?

Zahraniční subjekty. Nepotřebovaly tento krok vysvětlovat. My jsme holt jako ekonomové vyrostli na tom, že od bankovní rady chceme, aby byla statečná v době vysoké inflace. Já bych taky rád byl statečný v době rychleji rostoucí inflace, akorát se obávám, že se jí do konce svého mandátu už nemusím dočkat.

Co říkáte řečem o tom, že někdo mohl vědět o intervenci dopředu, zaspekulovat na trhu a vydělat? Je to pravděpodobné?

Ty řeči jsem zažil několikrát. Zrovna v případech, kdy je rozhodnutí těžké a zásadní, tak je skoro nepredikovatelné. Já sám jsem byl překvapen, že jsme intervence minulý týden zahájili. Ještě v půl dvanácté jsem netušil, že se to stane. Když jsem do ČNB přišel, měl jsem zkušenost s obchodováním na finančních trzích. Zjišťoval jsem tehdy, jestli by taková informace mohla prosáknout přes obchodníky. Došel jsem k tomu, že spekulovat s velkou částkou na změnu měnové politiky těsně před rozhodováním se vám nepovede. Bylo by to nápadné. Na trhu se v té době v podstatě minimálně obchoduje, všichni vědí, že by tam někdo přišel s velkým obchodem, jen kdyby něco věděl.

Kolik jste dosud nakoupili eur? V pátek obchodníci mluvili o třech miliardách.

To říkali obchodníci. Stav devizových rezerv ke konci listopadu zveřejníme 6. prosince. Informační politiku budeme držet stejnou jako předtím. Každá miliarda eur, které nakoupíme, vytváří 27 miliard nových korun coby potenciální poptávku. My ty koruny generujeme jako centrální banka zadarmo. Není to pro mě náklad, je to příležitost.

Vaší kolegyni Evě Zamrazilové končí příští rok mandát v bankovní radě. Obměny teď bude mít v rukou Miloš Zeman. Podle toho, jak znáte prezidentovy názory na měnovou politiku, změní se podstatně charakter rady?

Pan prezident se vyjádřil docela konkrétně, koho by chtěl do bankovní rady. Poslední dobou zmiňuje primárně pana Rusnoka. Neumím si představit, že by do centrální banky přinesl nějakou revoluci tím či oním směrem. Což neznamená jen holubice či neholubice, ale ochota měnit měnové podmínky. Už ví, jak ČNB funguje, co od ní čekat.

Hlasoval by pan Rusnok pro, nebo proti intervencím?

Telefonoval jsem mu, že je zahajujeme. Neumím si představit, že bych se s ním bavil o tom, co má bankovní rada dělat. Nemůžeme žádat pokyny od vlády. Příliš mě to nezajímá, nezávislost je o tom, že tyhle věci nezjišťujete.

Tomáš Holub, Petr Král

Mýty opřádající intervence ČNB

(Česká národní banka, 13. 11. 2013)

Rozhodnutí České národní banky začít používat jako nástroj měnové politiky kurz koruny, oznámené minulý čtvrtek, vyvolalo bouřlivou diskuzi odborné i široké veřejnosti. To není překvapivé, protože se jedná o jedno z nejzásadnějších rozhodnutí měnové politiky za poslední desetiletí. Zároveň jde o krok, který má v první fázi své nepříjemné důsledky pro občany v podobě zvýšení cen dováženého zboží. Nad nimi však v delším období převáží pozitivní důsledky oslabení kurzu v podobě udržení cenové stability a rychlejšího oživení hospodářského růstu. Ve veřejné debatě, která se rozpoutala na toto téma, se přitom objevuje řada mýtů, které ČNB cítí potřebu vyvrátit.

Mýtus č. 1: Rozhodnutí ČNB bylo překvapivé a šokující pro trhy i podniky.

ČNB v posledním roce ve veřejné komunikaci jasně informovala o potřebě dalšího uvolnění měnové politiky i o tom, že je pro tento účel připravena použít měnový kurz. Na několika posledních tiskových konferencích po měnových zasedáních bankovní rady dokonce přímo zaznělo, že pravděpodobnost zahájení devizových intervencí se zvyšuje, resp. zůstává vysoká. Což je jasné a srozumitelné sdělení. Je pravda, že přesto přese všechno jen menšina analytiků finančního trhu předpovídala zahájení intervencí proti koruně na listopadovém jednání ČNB. Analytici tedy potřebné informace měli, ale vesměs buď neodhadli, že ČNB myslí svá slova vážně, nebo zřejmě hodnotili jinak ekonomický výhled a další potřebu uvolnění měnové politiky, než jako to viděla ČNB.

Mýtus č. 2: Jde o bezprecedentní oslabení kurzu.

Bezprecedentní je možná to, že se koruna dostala k nové úrovni (27 CZK/EUR) v řádu desítek minut po oznámení rozhodnutí ČNB. Jinak ale k podstatně výraznějšímu oslabení kurzu došlo v roce 1997, od podzimu roku 2002 do léta roku 2003 i od poloviny roku 2008 do února 2009, kdy se kurz krátkodobě dostal až k hladině 30 CZK/EUR. A ve dvou posledně jmenovaných případech rozhodně nedošlo k nějaké zničující inflační vlně, mimo jiné kvůli utlumené ekonomice a příznivým důsledkům režimu cílování inflace na ukotvenost dlouhodobých inflačních očekávání poblíž cíle ČNB. Pokud jde o samotnou hladinu, na níž kurz ČNB oslabila, tj. 27 CZK/EUR, ta je podložena důkladnými analýzami a odpovídá vyjádřením centrální banky v minulosti. Dle ohlasů některých analytiků je to úroveň, kterou při spuštění intervencí víceméně očekávali. Musíme si uvědomit, že kurzové oslabení nahrazuje nemožnost poklesu úrokových sazeb do výrazně záporných hodnot. ČNB by v případě dostatečného prostoru pravděpodobně nyní snížila měnověpolitické sazby o 0,75 p.b až 1 p.b, což by zřejmě vedlo ke „spontánnímu" oslabení kurzu v podobném rozsahu (nicméně zřejmě rozloženého do poněkud delší doby), než způsobily nyní intervence.

Mýtus č. 3: Inflace ve výši 2 % je špatný cíl, ČNB by měla cílit na nulový růst cen a neintervenovat.

Nulová inflace není považována za cenovou stabilitu mimo jiné proto, že měření inflace bývají zkreslená směrem nahoru a nula by fakticky znamenala pokles cen očištěných o změny kvality. Zároveň při nulové inflaci velmi silně hrozí propad do deflace s velmi neblahými důsledky pro ekonomiku. Pokud by ČNB měla nulový inflační cíl, byly by rovnovážné nominální úrokové sazby o 2 procentní body nižší. ČNB by tak bývala své úrokové nástroje v současné fázi nutnosti výrazného uvolňování měnové politiky „vystřílela" již dávno a nyní bychom se nacházeli v deflačním pásmu. Potřeba začít používat oslabení kurzu by tedy nastala daleko dříve a silněji. Za dobu fungování inflačního cílování v ČR (od roku 1998) si mimoto nejsme vědomi jakékoli relevantní laické či odborné debaty, která by byť jen náznakem zpochybňovala stanovenou výši dosavadních inflačních cílů ČNB. Většina centrálních bank ve vyspělých zemích má stanoven cíl ve výši 2 %.

Mýtus č. 4: Neustále klesající ceny jsou pro domácnosti dobré.

Domácnosti nejsou jen spotřebiteli a střadateli, nýbrž také zaměstnanci, výrobci, dlužníky a majiteli nemovitostí. Výsledný dopad kurzu na domácnosti i firmy je pak nutno posuzovat v tomto celkovém kontextu. V prvním kroku klesající ceny skutečně znamenají, že si lidé mohou za své příjmy a úspory koupit víc. Nicméně pokud to trvá delší dobu, mohou o tyto své příjmy a následně i úspory přijít. Při tzv. deflační spirále se totiž ekonomika dostává do útlumu a firmy musejí propouštět a/nebo snižovat mzdy. Mimo jiné i proto, že lidé (zejména středně- a vysokopříjmové skupiny) i firmy mohou začít se svými většími nákupy a investicemi otálet v očekávání, že

ceny klesnou ještě více. Peníze tak sice vlivem poklesu cen získávají na hodnotě, ale začínají v ekonomice stále více „zahálet", úspory nejsou přetavovány v investice. Což nutí firmy snižovat ceny a zároveň své náklady, a to tak, že omezují počet svých zaměstnanců i jejich mzdy. A to dále omezuje poptávku lidí. Stejně jako zjištění, že cena jejich bytu či domu je najednou nižší než hypotéka, kterou musejí splácet. To může ohrozit stabilitu bank, které úvěry poskytly. A tak dále, a tak dále. Domácnosti se tak lehce (a pro někoho možná paradoxně) mohou stát vlivem poklesu cen chudšími. Tedy nic, po čem by měly toužit. Neblahé důsledky takového vývoje zažil svět během 30. let minulého století nebo Japonsko v posledních 20 letech. Právě zkušenost s velkou hospodářskou krizí ve 30. letech jasně prokázala, že měnová politika má v podobných okamžicích působit stabilizačně. Má stabilizovat nominální veličiny a tak pomáhat i reálné ekonomice. Jako není stabilitou cen vysoká inflace, není jí ani deflace. Tento poznatek bere nyní ekonomická věda – právě i s vědomím bolestné zkušenosti 30. let – za samozřejmý.

Mýtus č. 5: V ČR nehrozila deflace, ale jen „dobrý" pokles cen spojený se zlevněním elektřiny.

K záporné inflaci skutečně přispěje – respektive by bez zásahu ČNB přispěl – pokles cen elektřiny, který je pro většinu domácností a podniků vítaný (i když horníci a těžaři mají na nízké ceny uhlí používaného k výrobě elektřiny asi jiný pohled). To je ale jen pověstná poslední kapka do plného protiinflačního poháru. Tzv. jádrová inflace je záporná už řadu let, přičemž vedle cen zboží se nyní poprvé dostávají do poklesu i ceny služeb. Ekonomika je silně podchlazená a její mírné oživení, k němuž začalo naštěstí docházet, na tom v nejbližší době nic zásadního nezmění. Růst mezd u soukromých firem je nejnižší v historii. Ceny nemovitostí klesaly řadu let a mimo Prahu klesají i nadále. Jinými slovy, jsme v situaci nedostatečné poptávky a jí vyvolaného plošného poklesu cen. Do toho ještě reálně hrozilo, že by při nečinnosti ČNB, ztrátě věrohodnosti jejích slovních intervencí a rostoucím optimismu ohledně oživení ekonomiky začala koruna sílit, což by dále přidusilo cenový vývoj. Pravděpodobnost vzniku dlouhodobé deflace tak sice jistě nebyla stoprocentní, ale dostatečně velká a alarmující na to, aby centrální banka zasáhla a udržela ekonomiku v bezpečné vzdálenosti od ní.

Proto není možné logicky argumentovat, že ČNB měla čekat až na okamžik, kdy se všechny tyto důsledky naplno projeví a všichni agenti v ekonomice jim budou „rozumět". Pak už by totiž bylo pozdě. Centrální banka má svůj mandát a nezávislost z dobrých důvodů nastaveny tak, aby mohla jednat preventivně, a ne jen pod tlakem „měnového populismu". Sebeuspokojení z vývoje cen, který zdánlivě nic hrozného nenaznačuje, může být snad vyhrazeno některým tržním hráčům (méně pak ekonomickým analytikům), ne však centrální bance. Připomínalo by to, ovšem s opačným znaménkem, známé situace, kdy ceny nemovitostí rostou neudržitelným tempem a populistická centrální banka nic nečiní jen proto, že vlastníci nemovitostí jsou spokojeni, jak se jim nemovitosti zhodnocují. Populární či populistická centrální banka nereaguje včas, zodpovědná ano.

Mýtus č. 6: Výsledkem kroku ČNB bude jen tupé zdražování, ekonomika na něj doplatí.

„Tupé" zdražování se bude týkat cen dováženého zboží. Což je pro spotřebitele důvod zamyslet se, zda nekoupit srovnatelný výrobek z domácí produkce. Ano, to u řady věcí opravdu jde – i když u často přetřásaných pohonných hmot to neplatí, tam jsme na dovozu vskutku zcela závislí. A také důvod rozmyslet si, zda nenakoupit spíše dříve než později, což může rozhýbat domácí poptávku a postavit ekonomické oživení na pevnější základy. Slabší koruna zároveň podpoří vývoz a následně i investice v průmyslu. To se začne promítat do vyšší zaměstnanosti, rychlejšího růstu mezd a spotřeby. To zastaví tlaky na pokles cen z domácí ekonomiky a nakonec pomůže ustálit inflaci na mírné úrovni 2 % při rychlejším oživení ekonomiky. To lze stěží nazývat tupým zdražováním. V kostce se bude jednat o opak problémů, s nimiž se ekonomika potýkala po prudkém posílení kurzu v roce 2002. Kurz zkrátka v ČR funguje tím „správným" směrem, jako nástroj stabilizace ekonomiky.

Mýtus č. 7: Koruna vydrží na oslabené úrovni jen krátce, po skončení intervencí se rychle vrátí na původní úroveň. To zbytečně zvyšuje nejistotu o vývoji kurzu a následně cen.

ČNB jasně sdělila, že je připravena intervenovat proti koruně tak dlouho a razantně, jak bude potřeba. Přesně říci, jak dlouho to bude, nelze prostě proto, že ekonomický vývoj přináší překvapení a slíbit v měnové politice něco na věčné časy není možné. Kurz je přitom třeba stále vnímat jako nástroj, nikoliv jako nový cíl měnové politiky, kterým zůstává udržení cenové stability. Je ale jasné, že má ČNB slovem „dlouho" na mysli nikoli týdny či měsíce, ale několik čtvrtletí či dokonce roky. Číslo 27 CZK/EUR tedy posiluje jistotu o budoucím vývoji kurzu způsobem hodně nebývalým. Po skončení intervencí se kurz nevrátí na původní úroveň, protože mezitím se jeho nové nominální hladině přizpůsobí úroveň mezd i cen.

Oslabený kurz se přitom do cen dovážených statků promítne s obvyklým několikaměsíčním zpožděním, neboť výrobci a prodejci jsou standardně předzásobeni. Poté však cenová hladina mírně poroste. K ukončení intervencí a případnému posílení kurzu přitom dojde až v době, kdy to bude potřeba vzhledem k plnění inflačního cíle. Očekávat tedy, že po zahájení intervencí dojde záhy k jejich ukončení a vlivem posílení kurzu se opět obnoví pokles cen, není racionální.

Mýtus č. 8: Jedná se o měnovou válku.

O měnovou válku se nejedná, a to bez ohledu na to, že při velikosti české ekonomiky by ČNB mohla vyvolat maximálně měnovou „bojůvku", ne válku. Cílem zahájených intervencí na devizovém trhu je kompenzovat nemožnost poklesu měnověpolitických úrokových sazeb do záporných hodnot a současně urychlit prostřednictvím oslabeného měnového kurzu návrat inflace k cíli ČNB. Dosažení uvedeného záměru je jen z části zprostředkováno kanálem čistého vývozu, a dopady oslabeného kurzu do něj tak považujeme

za sekundární. Primárním cílem je ovlivnit inflační očekávání. Použití devizových intervencí ČNB přitom doporučily již v květnu letošního roku mezinárodní instituce MMF a OECD jako vhodný nástroj pro uvolnění měnové politiky a zabránění deflačním rizikům. Dlouhodobě prospěje oživení české ekonomiky i našim obchodním partnerům v důsledku zvýšení dovozu.

To, že toto měnové opatření některým agentům prospívá více a jiným méně, je pravda. To ovšem platí pro jakékoli měnové opatření centrální banky. Snižování sazeb nevidí rádi střadatelé, dlužníci naopak ano. To, že pro danou chvíli vítěze i poražené určuje nevyhnutelně každý krok měnové politiky, považovala ČNB za znalost, která je již dlouho v obecném povědomí poučenější části obce komentátorů, neřku-li ekonomů.

Mýtus č. 9: Za intervence ČNB „vyhodí" miliardy korun, výsledkem budou obří ztráty ČNB.

Intervence vedou k nárůstu devizových rezerv, což je investice, nikoli vyhazování peněz. Krátkodobě slabší hodnota kurzu povede k účetnímu zisku ČNB (což ovšem není účel intervencí). Dlouhodobě bude záležet na vývoji kurzu a úrokových sazeb doma i v zahraničí. Přičemž tendence kurzu posilovat se může v dlouhém horizontu obnovit, ale v podstatně menší míře než před krizí. Každopádně se nic nemění na schopnosti ČNB uhradit svou ztrátu z minulosti bez finanční injekce od státu.

Mýtus č. 10: Zásah ČNB nebyl potřeba, neboť kurz není problémem pro tuto ekonomiku, která navíc začíná oživovat.

Tento názor nesdílíme. Vliv předchozí komunikace ČNB, který měl za důsledek stabilizaci kurzu koruny v dosavadním průběhu roku 2013, začal v poslední době rychle slábnout. Začínaly se totiž objevovat jasné signály z trhů ukazující na možnou náhlou změnu tržního sentimentu. Tento vývoj mohl snadno a rychle přerůst ve významné posílení kurzu koruny, které by znamenalo neadekvátní zpřísnění měnových podmínek s negativním dopadem do ekonomiky. Oživení přitom v ČR ani v eurozóně zatím zdaleka není tak robustní, jak bychom si přáli. Myslí si to i Evropská centrální banka, která se ve čtvrtek 7. 11. 2013 rozhodla snížit svou základní úrokovou sazbu, i když ekonomika eurozóny už také zvolna ožívá. I přes mírné zlepšení je česká ekonomika za první pololetí letošního roku stále v minusu a za svými možnostmi (potenciálem) zaostává minimálně o 3–4 %. Navíc ve fázi počínajícího oživení taženého vývozem, který mohl i z těchto příčin začít nepříjemně posilovat kurz a působit proti tomuto – prozatím křehkému – oživení, resp. v deflačním směru. Preventivní zásah byl v této situaci lepší než následné hašení problémů.

Mýtus č. 11: Oslabení kurzu vývozcům nepomůže, protože si předem zajistili kurz na silnějších hodnotách.

Zajišťování proti pohybům kurzu, tzv. hedging, nepochybně snižuje pozitivní dopad oslabení kurzu na vývozce. Ale zcela ho neeliminuje, protože vývoz nikdy není zajištěn stoprocentně. Dle pravidelného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy v nefinančních podnicích bylo ve druhém čtvrtletí 2013 zajištěno zhruba 37 % exportu vyvezeného v daném čtvrtletí a 35 % očekávaného exportu v příštích dvanácti měsících. Navíc malé firmy mají obvykle přístup k hedgingu omezenější než velké podniky, takže v jejich případě je obvykle podíl zajištěného vývozu ještě menší. Scénář používání měnového kurzu, který se dle rozhodnutí bankovní rady stal nejpravděpodobnějším popisem budoucího ekonomického vývoje, s existencí kurzových zajišťovacích operací v zahraničním obchodě v uvedeném rozsahu počítá.

Mýtus č. 12 (který však není mýtem ale – z pohledu tazatele možná překvapivě – správným pochopením reality): ČNB si „jen tak z ničeho" tiskne peníze, kterými kupuje devizy.

Vytváření peněz (hotovostních i elektronických) jen tak z ničeho je podstatou stávajícího měnového systému. V něm centrální banka s ohledem na svoje cíle v oblasti cenové a finanční stability peníze vytváří (když svou měnovou politiku uvolňuje), nebo naopak destruuje/stahuje (když svou politiku zpřísňuje), a to prostřednictvím svých měnověpolitických operací a nástrojů. (např. emisí nových peněz skrze úvěry bankám, nákupem cenných papírů na trhu či právě nákupem cizí měny – devizovými intervencemi).

Mýtus č. 13: Škodlivá deflace nastává jen tehdy, když vidíme pokles tzv. měnových agregátů (množství peněz v oběhu, tj. zejména vkladů u bank), případně též objemu úvěrů, což není náš případ, a proto ČNB neměla zasahovat.

Vztah mezi vývojem peněžní zásoby, resp. objemem úvěrů a vývojem inflace není příliš silný ani v normálních dobách, natož právě v naší současné situaci, která se nazývá tzv. pastí likvidity. Past likvidity nastává při nízkých – v našich podmínkách již rok nulových – základních úrokových sazbách a při očekávání klesajících cen. Je-li ekonomika chycena do pasti likvidity, pak zvyšování likvidity v bankovním sektoru a množství peněz v oběhu nevedou k oživení hospodářského růstu. V pasti likvidity se totiž vyplatí jen nečinně „sedět na penězích", protože se reálně zhodnocují samy od sebe. Peníze se tak začínají v ekonomice stále pomaleji obracet, a i když jich je hodně, tak HDP i cenová hladina mohou klesat. Účelem intervencí ČNB proto není další zvýšení likvidity v bankovním systému, potažmo množství peněz v oběhu, kterých není nedostatek, to by k ničemu nevedlo. Jdeme na to jinak. Je potřeba dát ekonomice impuls, aby peníze začaly ve zvýšené míře obíhat. Oslabení kurzu je v naší situaci vhodným a účinným nástrojem.

Ještě k úvěrům. Není tak úplně pravda, že jejich vývoj nesignalizuje žádné problémy. Z dat je patrné, že poptávka po úvěrech a jejich objem jsou stále utlumené, zejména v podnikovém sektoru. Ani v sektoru domácností nelze růst nových úvěrů přeceňovat, neboť se jedná z velké části o refinancování minulých hypotečních úvěrů bez velkého vlivu na jejich celkový stav. Stejně je tomu u spotřebitelských úvěrů, kde probíhá jejich konsolidace. Transmise měnové politiky (tzn. praktické dopady měnových opatření ČNB na ekonomiku) funguje, klientské úrokové sazby klesly podobně jako sazby ČNB na historická minima. To bezesporu snižuje zatížení domácností a podniků pravidelnými splátkami, ale zatím to bohužel není vidět v růstu spotřeby a investic.

Mýtus č. 14: Rozhodnutím ČNB oslabit kurz koruny domácnosti reálně skokově zchudly, neboť se hodnota jejich majetku vyjádřená v eurech podstatně snížila. Měnová politika neoprávněně jedněm bere a druhým dává.

Pokles vnější kupní síly koruny, ke kterému oslabení jejího kurzu o zhruba 5 % vedlo, zhorší v uvedeném rozsahu postavení těch českých subjektů, které všechny své příjmy inkasují v korunách a všechny své výdaje hradí v eurech. A takových je relativně málo. Stejně tak se sníží čisté jmění jen těch domácností a podniků, které drží všechna svá (finanční) aktiva – jako jsou peníze na bankovních účtech, spořicí dluhopisy, akcie atd. v korunách a mají všechny své závazky (půjčky a z nich vyplývající splátky či jiné pravidelné platby) vyjádřené v eurech. V eurech (resp. obecně v cizích měnách) probíhá přirozeně valná část našeho zahraničního obchodu. Podniky do něj zapojené přirozeně inkasují i platí v těchto cizích měnách, ale jen cca 20 % podnikových úvěrů je v eurech. U domácností je pak podíl úvěrů v cizí měně de facto nulový. V tom se odráží vysoká důvěra našich subjektů v českou korunu, daná dlouhodobou cenovou stabilitou s inflací pohybující se v blízkosti dvouprocentního inflačního cíle a nízkými úrokovými sazbami, což je výsledek úspěšného provádění měnové politiky ze strany ČNB. V jiných zemích, kde je zadluženost domácností a firem v cizí měně vysoká, by oslabení kurzu domácí měny mohlo mít na ekonomickou aktivitu negativní důsledky. V České republice však oslabení kurzu povede k příznivému vývoji hospodářství.

Intervence stejně jako jiná opatření měnové politiky mají samozřejmě přerozdělovací účinky. Snížení úrokových sazeb snižuje výnosy domácností z vkladů, což je běžná součást dopadů měnové politiky. Nelze tvrdit, že snížením úrokových sazeb vyvolává centrální banka recesi, protože lidé dostanou menší úroky ze svých vkladů. Použití kurzu rovněž snižuje reálné výnosy z vkladů, a to prostřednictvím o něco vyšší inflace. Jde tedy pouze o jiný nástroj se stejným efektem.

Domácnosti mají nejen vklady, ale i jiná korunová aktiva – jako jsou nemovitosti,podílové fondy, akcie, apod. Jejich hodnotu oslabení kurzu naopak z dlouhodobějšího pohledu zvyšuje. Domácnosti mají i svá pasiva, jako jsou hypoteční a spotřebitelské úvěry. Nárůst reálné hodnoty dluhů vlivem poklesu cen a mezd v době deflace je pro schopnost domácností své dluhy splácet skutečně hrozbou. Takové úvěry pak snadno mohou dostat do výrazných problémů i banky, které je poskytly.

Mýtus č. 15: Rozhodnutím ČNB oslabit kurz koruny o 5 % zdraží všechno zboží a služby na našem trhu minimálně ve stejném rozsahu.

Není tomu tak. Zdaleka ne všechno, co domácnosti nakupují pro svou spotřebu, pochází z dovozu. Česká ekonomika vyprodukuje ročně zboží a služby za téměř 4 biliony korun (4 000 000 000 000). Přitom ne všechno je určeno na vývoz, na investice firem či pro veřejnou spotřebu. Zbyde toho hodně, co nakoupí české domácnosti – typicky služby (osobní, finanční, telekomunikační, vzdělávání, zábava, zdravotní služby, IT, aj.) a např. také stavební práce. Domácnosti dále utrácejí v pohostinství, za ubytování, za tuzemskou rekreaci a jinde. Výhradně z dovozu nejsou ani všechny potraviny, léky, zdravotní pomůcky, průmyslové spotřební zboží, obuv, oděvy, vybavení do domácnosti, auta a jiné dopravní prostředky, sportovní potřeby, alkoholické a nealkoholické nápoje a další věci. Pokud chceme znát dopad oslabení koruny o cca 5 % na výdajích domácnosti za konkrétní nákup, musíme uvedený kurzový pohyb promítnout jen do těch položek a částí nakupovaných věcí, které pocházejí v plné míře z dovozu. Váha tohoto zboží v celkovém nákupu (např. 30 %) pak určí procentní nárůst platby za celý nákup (v našem případě 0,30*5, tj. 1,5 %). Pokud nákup obsahuje více položek (např. čtyři) a všechny jsou z dovozu, každá z nich podraží z titulu kurzového oslabení o 5 %. Výsledný nákup přitom zdraží rovněž o 5 %, nikoliv více.

Mýtus č. 16: Zásah ČNB způsobil ztrátu reálného výnosu drobných střadatelů včetně těch investujících do státních spořicích dluhopisů

Inflace bude v příštím roce i přes oslabení kurzu druhá nejnižší za posledních deset let. V průměru za roky 2014–2015 bude dle dnešních odhadů inflace přesně na úrovni 2 %, což je právě hodnota cíle ČNB, v jehož výši se odráží zákonný mandát udržovat cenovou stabilitu. Racionální ekonomické subjekty berou inflační cíl centrální banky v úvahu při formování svých očekávání o vývoji cen v budoucnosti a při rozhodování o spotřebě, úsporách a investicích. Všichni účastníci finančního trhu (banky, subjekty vydávající cenné papíry, finanční analytici a poradci apod.) disponovali informací, že ČNB hodlá v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek použít intervence na oslabení kurzu s cílem zabezpečit plnění svého cíle a že pravděpodobnost tohoto zásahu od začátku roku 2013 narůstala.

Vladimír Tomšík

Kurz není modla, ale nástroj

(Lidové noviny, 14. 11. 2013, strana 11, rubrika Názory)

Česká národní banka zasáhnout musela a její rozhodnutí snese ta nejpřísnější měřítka

Rozhodnutí ČNB zahájit intervence s cílem uvolnit měnové podmínky je stále předmětem diskusí. Oslabení měny o méně než pět procent vzbudilo daleko větší pozornost než všechna snížení úrokových sazeb za posledních pět let dohromady. To poukazuje na to, že koruna je pro mnohé (a centrální bankéře nevyjímaje) srdeční záležitostí. Přesto se nemůžeme nechat unést emocemi, ale musíme se pevně opírat o racionální ekonomické argumenty. Rádi budeme ve vysvětlování svého postoje i nadále pokračovat. Na úvod bych ale rád všechny ubezpečil, že intervence nejsou žádným střílením od boku ani žádným nepromyšleným pokusem. Troufám si říci, že množství i kvalita analytické práce, kterou vynaložil v posledních měsících tým ekonomů, statistiků a matematiků ČNB k tomu, aby do hloubky rozklíčoval příběh, jenž se v naší ekonomice odehrává, snesou ta nejpřísnější světová měřítka.

Naším zásadním – a zatím zdá se ne zcela pochopeným – argumentem v této diskusi je, že uvolnění reálných měnových podmínek cestou oslabení kurzu bude pro naši ekonomiku, fungující již několik let hluboko pod hranicí vlastních možností, nepochybnou vzpruhou. Jistěže jsme si vědomi, že zvýšení cen dovážených statků bude mít na ty, kteří je kupují, záporný důchodový efekt. Ale nezapomínejme na efekt substituční, díky kterému budou mít české i zahraniční subjekty tendenci nahrazovat některé zahraniční výrobky zbožím české produkce. Ve výsledku to celkově zvýší ekonomickou aktivitu se všemi jejími příznivými dopady včetně vlivu na udržení zaměstnanosti. V pasti likvidity Účelem našich intervencí není zvýšení likvidity v bankovním systému, potažmo množství peněz v oběhu. Jde nám právě a jen o kanály kurzové transmise. A ty rozhodně nejsou neúčinné, ba právě naopak. V naší současné situaci jsou tyto kanály silnější než kdykoliv jindy. Nacházíme se totiž v tzv. pasti likvidity, čímž se již od dob Keynese označuje situace, kdy dodatečná likvidita dodaná centrální bankou do bankovního systému již nemůže podpořit ekonomiku.

Není pravdivé ani zpochybňování samotné hrozby deflace z úst našich oponentů. Ti poukazují na setrvale rostoucí peněžní a úvěrové agregáty, které prý žádnou deflaci nesignalizují. K tomu je potřeba říci, že vztah mezi vývojem peněžní zásoby, resp. úvěrové emise a vývojem inflace není příliš silný ani v normálních dobách. Pokud ale existuje nějaké období, kdy se vztah mezi peněžní zásobou stává dle ekonomické teorie nejméně spolehlivým, tak je to právě při zmiňované pasti likvidity. Ta může nastat při nízkých – v našich podmínkách již rok nulových – úrokových sazbách a při očekávání klesajících cen. Pak se totiž vyplatí jen nečinně „sedět na penězích“, protože se reálně zhodnocují samy od sebe. Jinými slovy peníze se začínají v ekonomice stále pomaleji obracet, a i když jich je hodně, tak HDP i cenová hladina mohou klesat. Podle našich predikcí by se deflace již příští rok stala skutečností. A to by na zásah měnové politiky bylo již příliš pozdě.

Je pravda, že intervence stejně jako jiná opatření měnové politiky mají redistribuční účinky. Snížení nominálních úrokových sazeb, které měnová politika běžně používá, snižuje výnosy domácností z vkladů. A nikdo se nad tím nepozastavuje. Je to prostě součást dopadů měnové politiky. Mimochodem, asi málokoho by napadlo rozumně argumentovat, že při snížení úrokových sazeb vyvolává centrální banka recesi, protože lidé dostanou menší úroky ze svých vkladů. Použití kurzu rovněž snižuje výnosy z vkladů v reálném vyjádření, a to prostřednictvím o něco vyšší inflace. Je to v principu stále stejný mechanismus, jen vyvolaný jiným nástrojem.

Domácnosti mají pochopitelně nejen vklady, ale i jiná aktiva, jejichž hodnotu oslabení kurzu naopak z dlouhodobějšího pohledu zvyšuje – jako jsou nemovitosti, akcie apod. Jedním dechem současně dodávám, že domácnosti mají i svá pasiva, jako jsou hypoteční a spotřebitelské úvěry –, na čtyřčlennou domácnost připadá v průměru dluh bezmála půl milionu korun. A to nelze v těchto úvahách ignorovat. Nárůst reálné hodnoty dluhů vlivem poklesu nominálních cen a mezd v době deflace je pro schopnost domácností své dluhy splácet skutečně hrozbou. Takové úvěry pak snadno mohou dostat do výrazných problémů i banky, které je poskytly.

Současná reakce veřejnosti na zprávu, že inflace bude poblíž dvouprocentního cíle, fakticky potvrzuje, že inflační očekávání domácností a firem bohužel přestávala být ukotvena tímto cílem a v realitě začala převažovat očekávání inflace podstatně nižší (možná právě již deflační). Někdo, kdo by dvouprocentní inflaci čekal, nemůže říci, že ho měnová politika okrádá, protože redistribuční efekty má jen inflace neočekávaná. To je vlastně nepřímé potvrzení toho, že ČNB za účelem odvrácení hrozby deflace a jejích negativních dopadů zasáhnout musela.

Miroslav Singer
guvernér ČNB

Důvěru v českou korunu jsme nepodlomili, lidé o nic nepřišli

(Hospodářské noviny, autoři Marek Hudema a Luděk Vainert, 21. 11. 2013, strana 11, rubrika HN byznys)

Miroslav Singer řeší nezvyklou situaci. Veřejnost, která jím vedenou centrální banku dlouhodobě vnímala jako strážce silné měny, nemá pro dnešní politiku záměrného oslabení koruny příliš pochopení. Singer vysvětluje, že právě tato politika je v zájmu zaměstnanců, i těch nejchudších.

Překvapilo vás, jak veřejnost i odborníci reagovali na spuštění intervencí? ČNB následně velmi zintenzivnila komunikaci, a porušila dokonce tradiční embargo na vyjadřování.

Překvapila mě úroveň debat, kdy se i odborníci divili, že měnová politika vytváří vítěze a poražené. Přece i její nezměna vytváří vítěze a poražené! Znovu vysvětlujeme, proč je inflační cíl dvouprocentní. Mysleli jsme si, že tohle už je za námi.

Takže kdo je vítěz, kdo poražený?

Vítěz je zaměstnanec. Ten, kdo žije z úspor nebo z renty, což není velká část společnosti, mezi vítěze nepatří. Nezapomeňte, že pokles cen nejvíce poškozuje nejchudší. To nejsou lidé, kteří mají úspory. Mají příjem, od zaměstnavatele nebo jsou na dávkách a mají dluhy.

Ovšem ten příjem je často fixní.

Ale když dojde k poklesu cen, tak jejich příjmy klesají. Mnozí z nich o práci přijdou. Jakmile v ekonomice klesají ceny, vydělává se méně a méně. Nejenom že dochází k poklesu mezd, ale i stát má méně peněz na dávky. A na důchody. Nezapomeňte, že se bavíme o nejzadluženější části populace. Mají dluh na dům, v kterém bydlí, či na opravu auta, kterým jezdí. Jejich dluhy se nezmenšují, splátky jim při poklesu cen ukrajují stále větší část z příjmů.

Ovšem nejchudší lidé pociťují jinou inflaci, než je průměr. Například vydávají větší část příjmů za potraviny, jejichž ceny rostly rychleji.

Mnoho z nich žije na venkově a často tak umí potraviny získat jinde než z oficiálního trhu. A navíc ani růst cen potravin nebyl dramaticky jiný než celková inflace. V tuhle chvíli je růst cen výrobců potravin v podstatě na nule. Což znamená, že příští rok porostou ceny potravin pomaleji než letos.

Proč ČNB zasáhla právě nyní? Intervenci analytici čekali spíš při předchozích zasedáních bankovní rady.

Určitě hrál roli pocit, že se slovní intervence vyčerpávají. Podle mých informací nyní intervenci nečekalo 15 z 16 analytiků. To je svým způsobem další motiv, proč jsme to udělali. Je evidentní, co by se jinak stalo s kurzem. Už posledně, když jsme nic neprovedli, koruna posílila. Korunu od posilování nebrzdily naše modlitby, ale hrozba intervence.

Jak byste odpověděl na kritiku průmyslu, že nyní musí považovat ČNB za zdroj další nejistoty?

Průmyslu slabší koruna prostě pomůže. Máme průmysl, který není založen na vysoké přidané hodnotě, a proto je citlivý vůči cenovým výkyvům. A my jim cenu zlepšujeme. Proto si myslím, že poslední, kdo si bude dlouhodobě stěžovat, je průmysl. Já z tohoto sektoru slyším: Fajn, ale musí to být nadlouho. A ono to bude nadlouho.

Na jak dlouho?

Neumím si představit, že skončí dřív než v roce 2015. Ale kdy přesně, neumím v tuto chvíli říct.

Vždy jste zdůrazňovali, jak je dobře, že lidé mají důvěru v korunu. Není nyní tato důvěra jejím záměrným oslabením podlomena?

Lidé o nic nepřišli, sto korun je stále sto korun, inflační výhled je stejný, jaký jsme slibovali předtím, kupní síla se nemění. Samozřejmě, ten, kdo se chtěl od příštího týdne odstěhovat do zahraničí, ten to pocítí. Ale většina lidí tohle neplánuje.

Ale ten, kdo si chtěl koupit zimní dovolenou v zahraničí, to pocítí.

Souhlasím. Mimo jiné tím podporujeme turistiku v Čechách, třeba Krkonoších. Bude levnější než v zahraničí. Podporujeme ale také to, aby zahraniční turisté přijeli do Česka. A turistika je v ekonomice velmi významné odvětví.

Proč opakovaně voláte po utrácení, a neslyšíme od vás výzvy ke zvyšování platů?

Devizové intervence podle našich modelů přinesou zhruba pětatřicet tisíc pracovních míst navíc. Je to jedno okresní město. Samozřejmě je to model. Intervence znamenají vyšší zisky podniků a pak už je na mzdovém vyjednávání, aby se promítly do platů.

ČNB nemůže ovlivnit základní trendy v ekonomice, vláda však ano. Jak často s ní komunikujete?

Nejvíc komunikace probíhá mezi námi a ministerstvem financí, to je na denní bázi. Na zasedání vlády chodíme zhruba v polovině případů.

Jak se daří sladit monetární a fiskální politiku?

Jemné ladění fiskální politiky v proporčním volebním systému s koaličními vládami je velmi těžké. Politika vlády je neustále určována kompromisem mezi koaličními stranami. Tam není prostor ovlivňovat makroekonomii.

ČNB tedy nemá ambici ovlivňovat fiskální politiku?

Jediná doba, kdy jsme měli ambici něco ovlivnit, byla před pár lety, kdy docházelo k růstu strukturálního deficitu. To by totiž dlouhodobě mohlo vést k tomu, že ani my nebudeme moci provádět měnovou politiku. Ovšem bylo to v úplně jiné situaci, než je dnes.

Překvapilo vás, jak velké množství korun jste museli vrhnout na trh, abyste docílili požadovaného oslabení? Jak se zvětšily devizové rezervy ČNB?

Údaje o devizových rezervách zveřejníme v termínech jako obvykle. Ale mohu vám říci, že v prvních dnech byl zásah, tedy nákup zahraničních měn, masivnější, než trh asi čekal. I tak naše devizové rezervy byly spíše na nižší úrovni, pokrývaly až čtyřměsíční dovozy. Po prvním víkendu už trhy jednoznačně věřily, že danou úroveň směnného kurzu okolo 27 korun udržíme.

Co s většími rezervami budete dělat?

Jsme na nulových úrocích, tím pádem tvorba peněz, za které eura nakupujeme, nemá žádné náklady. Koruny, které prodáváme, zůstanou v české bankovní soustavě a budou spotřebované nebo investované, což je žádoucí efekt. Anebo zůstanou na účtech bank a žádná škoda se nestane, ani ekonomice, ani nám, protože úrok je na nule.

Zatím.

Až z toho vystoupíme, zvednu úrok. A splním mandát cenové stability. A to už budou rezervy vynášet.

A kurzová ztráta?

Když budou intervence trvat skutečně dlouho, kurz se přizpůsobí.

Dá se ale očekávat, že se ještě zvětší přebytky obchodní bilance a slabší koruna bude znát i na běžném účtu. Proč by po skončení intervence neměla koruna znovu posílit?

Nějakou dobu jistě, přebytky se budou zvětšovat. Ale proti tomu jdou další trendy, například zvyšování domácí spotřeby při oživování ekonomiky. Nebo to, že inflační diferenciál mezi námi a eurozónou nejspíše vzroste. Prostě proto, že ve Frankfurtu se dělá hodně restriktivní politika.

Váš kolega z bankovní rady Lubomír Lízal prohlásil, že si dokáže představit další oslabení koruny až na 28 korun za euro. Můžete říci, za jakých podmínek byste přistoupili k dalšímu oslabení?

Jen za velmi dramatických změn okolností. Jde o subjektivní dojem bankovní rady, nechci vázat kurz na nějaké pevné číslo z ekonomik, třeba na úrokovou míru. Česká i evropská ekonomika je nyní v hodně extrémní situaci, neodhadnu nyní, která čísla budou pro vývoj ekonomiky důležitá za rok nebo za dva.

Miroslav Singer
guvernér ČNB

Nečinnost ČNB by se prodražila

(Reflex, 21. 11. 2013, strana 10, rubrika Aktuálně)

Česká národní banka po „nárazu" na nulové úrokové sazby pokračuje v uvolňování měnové politiky pomocí posunu kursu koruny na hodnoty kolem 27 Kč za euro.

Vyvolalo to silnou odezvu. Opakují se debaty o smyslu centrálního bankovnictví, užitečnosti inflačního cílování i o ekonomickém ospravedlnění tohoto kroku, notabene ještě pomocí nového nástroje.

Smyslem centrálních bank nemůže být stanovování či obracení trendů. Mohou se pouze pokoušet ekonomiku nějakým způsobem stabilizovat, a tím případně eliminovat část jejich výkyvů. Ještě do třicátých let minulého století se vážně polemizovalo, zda mají centrální měnové autority usilovat o stabilitu cen, nebo o jejich pokles.

Tato debata byla už tehdy v zásadě motivována úvahou o tom, zda není lepší posilovat spotřebitelskou poptávku tím, že se nechají ceny klesat. K takovému názoru i dnes nepochybně vede to, co řada účastníků dnešní debaty označuje za „zdravý rozum". Už ale empirická zkušenost první dekády po první světové válce a ještě více velká deprese ukázaly, že pokles cen obecně není cestou k prosperitě o nic víc než jejich růst (výjimkou je pokles cen například vlivem technologického pokroku). Ani poslední podobný příběh japonské ekonomické stagnace k jinému závěru nevede. Naopak péče o stabilitu cen, tedy vzdorování jejich růstu i poklesu, je to, co slouží ekonomice. Praktickou otázkou je, jak takovou stabilitu zajistit.

Teoreticky velmi přitažlivý model přímého řízení množství peněz v ekonomice kvůli problémům s jeho měřením příliš dobře nefungoval. V posledních dvou dekádách stále více centrálních bank, mezi nimi i ČNB, využívá koncept cílování inflace ve stabilizovaných ekonomikách typicky k dvěma procentům. Proč necílujeme na nulu?

Propad cen je horší než růst

Statistické úřady nejsou schopny odfiltrovat část kvalitativních změn od změn cen, takže nejméně jednoprocentní inflace v podstatě představuje stabilitu cen, přihlédneme-li k postupnému růstu kvality produktů. Zbytek do dvouprocentního cíle plyne z opatrnosti centrálních bank. Propadům cen totiž nástroje měnové politiky čelí mnohem hůř než nárůstům, takže se snaží vytvořit si malou rezervu nad tím, co je de facto cenovou stabilitou. Při dosahování takového cíle ale centrální banky musí brát v úvahu, a tedy i odhadovat, nikoliv současný, ale budoucí vývoj.

Čímž se dostáváme ke kritice našeho rozhodnutí využít kursu pro žádoucí uvolnění měnových podmínek v okamžiku, kdy nebylo možné dále snížit úrokové sazby, jež jsou na tzv. technické nule. Většina kritiků ignoruje dvě skutečnosti: V okamžiku rozhodnutí byl kurs koruny již po dobu zhruba jednoho roku oslabován verbálními intervencemi, a přesto k dosažení alespoň trochu kladného cenového růstu vyžadovala ekonomika dle naší prognózy uvolnění měnových podmínek v rozsahu zhruba čtyř čtvrtprocentních snížení sazeb.

Kdybychom takové uvolnění nedodali a nic nečinili, potvrdili bychom tím sílící pocity hráčů na trhu s měnou, že hrozba intervencí je „papírovým tygrem", a kurs by začal, pravděpodobně dosti prudce, posilovat. To by ceny nepochybně poslalo ještě níž. Avšak dokonce i bez tohoto posílení by ceny začaly v první polovině příštího roku klesat pod nulu. Koneckonců očekáváme, že i po našem diskutovaném kroku zažijeme příští rok inflaci v průměru kolem 1,3 procenta, což bude druhý nejnižší růst cen v posledním desetiletí.

Zbývá otázka, zda bychom neměli předpovídaný pokles cen ignorovat a nedělat nic. To by nešlo obhájit jen vyjmutím cen energie z hodnocení cenového vývoje na základě toho, že jde o technologický pokrok. Klesá řada dalších cenových indexů, poprvé v historii jsou na nule či pod ní i ceny služeb.

Čekat je snadné

Ekonomika je kvůli omezení poptávky evidentně dlouhodobě pod potenciálem. Měnové uvolnění se tedy nepromítne jen do cen, příznivě ovlivní i reálný výstup. Úvahy o neklesajícím množství peněz v ekonomice na tom mnoho nezmění. Vedle dlouhodobě velmi slabě empiricky doložitelné vazby mezi penězi a agregátním výstupem v české ekonomice ignorují tyto úvahy především to, že v pasti likvidity na nulových sazbách prostě oběh peněz zpomaluje.

V takové situaci právě jsme.

Jsem přesvědčen, že potřebné uvolnění měnových podmínek oslabením kursu zabránilo situaci, v níž by za blahovolné nečinnosti centrální banky poptávkově dlouhodobě omezovaná ekonomika generovala pokles cen, posilující kurs a dále by se prohloubil již dnes počínající pokles inflačních očekávání.

To je situace, ze které se velmi těžko dostává i použitím mnohem nestandardnějších nástrojů, než je využití kursových intervencí.

Možná by bylo komunikačně snazší si na takovou situaci počkat a pak zkoušet razantně konat, nejspíš dlouho marně. Pro drtivou většinu českých občanů by to však bylo – jak ukazují zkušenosti ekonomik, jež se v podobné situaci ocitly – podstatně dražší.

Mojmír Hampl
viceguvernér ČNB

Taky jsme mohli házet peníze z vrtulníku

(Ekonom, autor Robert Břešťan, 21. 11. 2013, strana 47, rubrika Téma)

Taky jsme mohli házet peníze z vrtulníku, říká k probíhajícím opatřením České národní banky proti hrozbě deflace viceguvernér Mojmír Hampl. Definice dlouhodobě dobré měnové politiky je, že se o ní v hospodách nikdo nebaví, říká viceguvernér ČNB Mojmír Hampl. Hned ale připouští, že tentokrát téma intervencí ČNB na oslabení kurzu koruny není nudná odborná záležitost pro ekonomy a analytiky, ale i námět k diskusi pro „hospodský lid".

Proč váš krok tak rozdělil a zmátl experty, ekonomy, analytiky i podnikatele?

Mě nepřekvapilo, že to vyvolalo tak bouřlivou reakci v celé populaci. Překvapilo mne, že to vyvolalo takový zmatek mezi experty a analytiky, kteří nás sledují pravidelně a dlouhodobě a minimálně rok poslouchají naše výroky o tom, co se může udát v oblasti měnové politiky. To, že se z toho stalo veřejné téma číslo jedna, o němž se opravdu baví lidé v hospodách, je dokladem toho, že koruna je pro Čechy srdeční, emocionální záležitost. Mají pocit, že je to dlouhodobá kotva. Nám se zatím moc nedaří prodat fakt, že my nechceme ekonomiku připravit o kotvu cenové stability, ale že se naopak snažíme zamezit vážnému nebezpečí cenové nestability, jenže z opačné strany. To je totiž úplně nová situace, kterou česká ekonomika nezná a není na ni připravena. Těžko se to vysvětluje národu drobných strádalů, který deset patnáct let vůbec měnovou politiku ani inflační cíle neřešil.

Ta masa lidí ale logicky vidí hlavně riziko zdražování.

Ano, ale ta reakce je strašně přepjatá. Problém je symbolický, nikoli faktický. Vždyť co jiného děláme, když poslední čtyři roky snižujeme úrokové sazby? Přesně totéž – snažíme se do ekonomiky přinést dodatečné „zdražování". To mi jen potvrzuje mou tezi, že fakt, že v České republice je naprosto nejnižší podpora přijetí eura z celé střední Evropy, je důkazem toho, že lidé dlouhodobě věří koruně a stabilitě domácí měnové politiky. A doufám, že se nám podaří dodatečně vysvětlit, že ta nestabilita může přijít i s opačným znaménkem. Všichni chápou, že vysoká inflace je špatně, ale poprvé si tato ekonomika testuje a vede debatu o tom, co to znamená nestabilita v podobě klesajících cen a dlouhodobé deflace. To zažíváme poprvé.

Pokud se ale deflace přeloží jen jako to, že přináší nižší ceny, nelze se divit, že to běžní lidé chápou spíše jako dobrou zprávu, a vy jim ji teď berete...

Všichni by tu odvrácenou stranu začali chápat, až když by už bylo pozdě. Až by se kvůli tomu musely snižovat platy i důchody, až by začaly dramaticky klesat ceny nemovitostí a rostla nezaměstnanost. Kdybych byl měnový populista, mohl bych to nechat dojít tak daleko. Ale centrální bankéři mají svůj mandát k tomu, aby takovému populismu nepodléhali.

INTERVENCE JAKO GAZA

ČNB už ohlásila, že intervence mohou trvat rok až rok a půl. Znamená to tedy zároveň, že minimálně po tuto dobu je jasné, že úrokové sazby ČNB zůstanou na technické nule?

Nedávalo by příliš smysl, kdybychom opatřením jednoho typu, zvýšením úrokových sazeb, šli proti druhému, tedy proti intervencím.

I když to slovo intervence zavání takovým jemným vyhlazováním volatility. Tohle je něco jiného, jde o použití kurzu jako alternativního nástroje měnové politiky za situace, kdy jsou úrokové sazby na nule a je zapotřebí další změkčení měnových podmínek.

Nedá se říci, že ČNB sama sebe tím snižováním úrokových sazeb až k nule zahnala do kouta?

Myslíte tím, že jsme byli tak úspěšní v dosahování nízké inflace?

To není nutně kritika, to je prostě fakt, že vám zbyl už jen jediný nástroj.

Není jediný. Když pominu záporné úrokové sazby a kvantitativní uvolňování anglosaského typu, mohli bychom i vyhazovat peníze z vrtulníku. Udělat tohle čisté monetaristické řešení. Myslím, že naše řešení je oproti všemu zmíněnému stále v mezích konvenční měnové politiky. V této situaci je prostě nutné dát do ekonomiky více peněz. Až se z téhle situace dostaneme, budeme peníze zase stahovat. Když se mne zeptáte, zda jsem šťastný, že jsme v této situaci, tak nejsem. Ale smyslem našeho opatření je vrátit se zpátky k normálním úrokovým sazbám a normální měnové politice. Kdybychom nedělali nic, možná bychom se k ní nevrátili 20 let.

Jaká je vaše představa o exitu z intervencí? I někteří členové ČNB říkají, že špatně zvolená strategie může přinést nové šoky, výkyvy kurzu, prudké posílení...

Nevím, zda je to autentický výrok, ale Stanley Fischer (izraelsko-americký ekonom a bývalý guvernér izraelské centrální banky – pozn. red.) prý kdysi řekl, že začít s používáním kurzu v měnové politice je to samé, jako jít do Gazy. Každý ví, jak jít tam, ale málokdo ví, jak se stáhnout. Jinými slovy, i exit je jedním z rizik použití tohoto nástroje, a koneckonců i proto jsme to tak dlouho zvažovali. Ideální model je, že ekonomika se oživí, dostane se zpět k cenové stabilitě, zvykne si na kurz 27 korun za euro a my intervence v určitém okamžiku opustíme a zvýšíme sazby z nuly na 0,25 procenta.

Mluví se o tom, že měnové intervence jednak pomohou exportérům a mají také podpořit domácí poptávku. V jakém ideálním poměru by podle vás měl být podíl na HDP ve vztahu export-spotřeba domácností-spotřeba vlády-investice?

Snažit se nastavit vnitřní strukturu HDP, a dokonce si za tímto účelem stanovovat nějaké cíle, to už by bylo sociální inženýrství. Smyslem toho, co děláme, není nastavit nějakou ideální strukturu ekonomiky. Smyslem je vytvořit co nejlepší prostředí k jejímu hladkému fungování. Role měnové politiky je stabilizace. I když tady se spousta složek ekonomiky chová tak, jako by se připravovala na válku.

Tím myslíte hromadění úspor a přiškrcení spotřeby?

Ano, smyslem našeho sdělení je – začněte se chovat normálně. Dostali jsme se do stavu, kdy kvůli mentálním faktorům, totální nedůvěře v budoucnost, nedůvěře ve stát, znechucení celé populace ze všeho, se sentiment tak vzdálil od fundamentu, že to začíná mít i makroekonomické dopady.

Z tohoto hlediska vás možná těší zprávy o tom, že Češi v obavách před zdražováním vzali útokem některé prodejny elektrospotřebičů?

Upřímně, já si počkám raději na reálná čísla, ne na zprávy v novinách.

VLASTNÍ MĚNA? K NEZAPLACENÍ

Jaké zbraně proti riziku deflace by ČNB měla v ruce, kdybychom byli členem eurozóny?

Když máte měnovou politiku, máte nějaký dodatečný tlumič, nástroj, díky němuž můžete reagovat na vývoj ekonomiky. Kdybychom byli v eurozóně, nemohli bychom dělat v zásadě nic. Bylo by to hodně podobné tomu, co vidíme v jižní ose eurozóny. Nebo když chcete vidět, jak by se dalo postupovat v ekonomice bez autonomní měnové politiky, která zažívá špatné časy a kde probíhá ohromný pokles cen, podívejte se do Pobaltí...

Ale právě Pobaltské země do eurozóny dobrovolně vstupují – Estonsko – nebo jasně míří jako Litva a Lotyšsko...

Ono to má svoji logiku. Rozdíl mezi námi a Pobaltím je ve formě a provádění měnové politiky za celé období transformace. Pobaltí po celou dobu jelo v režimu fixního kurzu; od začátku se tam rozhodli, že budou měnovou politiku „outsourcovat" zvenčí. Je proto logické, že chcete sedět u stolu, kde se rozhoduje o vaší měnové politice. Podstatné je i to, že Pobaltské země se na rozdíl od mnohých zemí eurozóny chovají vesměs tak, jako by už v té eurozóně byly. Kdyby se všechny problémové země v eurozóně byly schopné tak tvrdě přizpůsobit realitě jako třeba Lotyšsko, tak je krize eurozóny dávno pryč.

Je tedy podle vás právě tohle, ta možnost devalvovat korunu, intervenovat proti ní, tím hlavním důvodem, proč si zachovat korunu a nemít euro?

Není to možnost hýbat kurzem, ale možnost mít vlastní měnovou politiku.

Na druhé straně jsou tu zajímavé argumenty typu, že výhody koruny jsou už pryč a že jen fakt, že nemáme euro, stojí českou ekonomiku ročně zhruba 1,5 procenta HDP...

Někdo by mě musel opravdu vážně přesvědčit, že autonomní měnová politika této zemi dlouhodobě škodila a že přinášela dodatečné náklady. Já si to rozhodně nemyslím. Koneckonců Česká národní banka každý rok zpracovává takzvaný dokument sladěnosti, který vláda bere v úvahu při rozhodování, jestli bude stanovovat datum vstupu do eurozóny, respektive zda vstoupíme do mechanismu směnných kurzů ERM II. A já neznám lepší analýzu, která odpovídá na otázku, zda je naše ekonomika v klíčových parametrech dostatečně podobná té v eurozóně tak, aby to negenerovalo dodatečná rizika. A je mi líto, zatím ty analýzy vycházejí tak, že rizika jsou větší než přínosy.

Není tu i třeba bankovní lobby proti euru? Vždyť banky mají jen z kurzových operací a zajištění proti změnám kurzu ročně čistý zisk v řádech miliard...

Přiznám se, že za dobu, co se vede debata euro ano – euro ne, se mi nikdy nestalo, že by někdo z vedoucích činovníků bank, s nimiž se potkávám, právě tohle měl jako téma. Mnohem silnější argumenty jsou ideologické a ideové. A navíc, nejsem si vědom, že by se ke mně kdy dostaly nějaké detailnější studie ukazující na příkladu jednotlivých zemí, že by po přijetí eura následoval nějaký dramatický propad bankovních zisků. Tohle v debatě není žádný podstatný argument.

Vladimír Tomšík
viceguvernér ČNB

Propíchli jsme deflační bublinu

(Lidové noviny, autor Lukáš Kovanda, 28. 11. 2013, strana: 16, rubrika Domov)

„Překvapenost veřejnosti ukazuje na fakt, že v ekonomice už byla nastavena očekávání velmi nízké, takřka nulové inflace. Lidé už zřejmě počítali dokonce i s poklesem cen," říká Vladimír Tomšík, viceguvernér České národní banky.

LN: Od intervence ČNB za oslabení koruny uběhly tři týdny. Jak opatření s tímto odstupem hodnotíte?

Přirovnávám nyní Českou republiku k pacientovi, jehož stav se podařilo stabilizovat.

LN: Běžní občané takový pocit zjevně nesdílí. Lamentují nad tím, že jste jim zdražili zboží z dovozu, benzin a mnoho dalšího.

Tato zdražení jsou krátkodobou reakcí na lék, který jsme ekonomice podali. Přitíží se jí – což se právě děje –, abychom ji v delším období mohli uzdravit. My i pro příští rok prognózujeme inflaci na úrovni 1,3 procenta, a to po započtení efektu intervence. To by byla druhá nejnižší inflace za poslední desetiletí.

LN: Lidé nadávají i na to, že kvůli vám zchudli.

Nikdo, kdo spoří v korunách, o nic nepřišel. Není tomu tak, že bychom každý den přepočítávali naše úspory, naše aktiva, do cizí měny.

LN: Jenže i na zasedání bankovní rady, na níž jste o intervenci rozhodli, padlo, že u některých produktů může být obtížné, ba nemožné nahrazení dováženého zboží domácím. To by ovšem snížilo kupní sílu obyvatelstva.

Pokud někdo něco takového říká, měl by být schopen doložit to čísly. My naopak počítáme s tím, že lidé „přepnou" na spotřebu tuzemského zboží, což ekonomice pomůže. Jde vlastně o jeden ze tří klíčových mechanismů – takzvaných kurzových kanálů –, jimiž zamýšlíme intervencí ekonomice pomoci.

LN: Jaké jsou ty zbylé dva?

Jeden spočívá v tom, že pokud zaručíme nízkou, predikovatelnou inflaci – nikoli deflaci! –, okamžitě nastavíme i očekávanou reálnou úrokovou míru. To se hned odrazí ve spotřebě a v investicích, jelikož snížíme očekávanou reálnou výnosnost a lidé – ti, jejichž úspory historicky rostou nejrychleji, tedy spíše střední a vyšší třída – začnou více utrácet a investovat. No a zbývající, celkově tedy třetí kanál se týká podpory exportu – zvýšení konkurenceschopnosti českých firem na vývozních trzích. V malé a otevřené ekonomice, jakou je ta naše, má takový kanál svůj velký smysl, poněvadž podpora exportu je vlastně podporou celkové výkonnosti ekonomiky, a tedy i zásadním příspěvkem k zachování pracovních míst.

LN: Kritici ale poukazují na to, že český export je vysoce dovozně náročný, pročež se intervence mine účinkem.

S dovozní náročností ale počítáme! Analytici a další pracovníci ČNB byli právě těmi, kteří s tímto argumentem před lety přišli jako první. Importní náročnost odhadujeme u jednotlivých výdajových komponent hrubého domácího produktu na hodnotě 0,74 pro vývozy (tedy na jednu miliardu korun přírůstku exportů je potřeba 740 milionů korun importů), 0,82 pro investice a 0,35 pro spotřebu domácností. V případě spotřeby vlády předpokládáme zanedbatelnou dovozní náročnost. Jinými slovy, dobře víme o tom, že dovozní náročnost je vysoká. Přesto jsme se pro intervenci rozhodli.

LN: Lidé ale hořekují také nad tím, že zásah ČNB nejcitelněji okrádá ty nejchudší.

Naopak, dvacet procent nejchudších domácností – které, jak víme z našich dat, nedisponují takřka žádnými úsporami – patří také mezi ty nejzadluženější. A kdo je zadlužený, přičemž splácí zafixované splátky, ten pochopitelně tratí při setrvalém poklesu cen. Neboť tomuto poklesu se časem musí přizpůsobit mzdy a následně i výše sociálních dávek, protože ani stát nebude mít na to, aby je při deflaci vyplácel v tak štědré výši. Všechno tedy klesá, ale dluhy zůstávají – to je deflace. A ta chodí ruku v ruce s recesí. A nejchudší – tedy nejhůře placená pracovní síla – jsou obvykle mezi prvními, kdo je v recesi propouštěn. Tuto pracovní sílu lze totiž při oživení zase poměrně rychle najmout. Takže intervence rozhodně není namířena proti nejchudším, naopak.

LN: Už před intervencí lidé pociťovali značnou nejistotu ohledně stavu ekonomiky. Právě proto mnozí z nich spořili a spořili, leč neutráceli. Jak víte, že jim intervencí jistotu vracíte. Neprohloubí to naopak jejich nejistotu?

Neřekl bych. Intervencí poskytujeme této ekonomice, této zemi, jistotu v tom, že se vždy plně snažíme dostát našemu závazku nízké a predikovatelné inflace. Ujišťujeme vlastně lidi, že ekonomika nebude vystavována šokům typu toho, že by ceny padaly setrvale dolů.

LN: Jenže intervencí zvyšujete obecnou nejistotu stran ekonomiky například i podle názoru exprezidenta Klause, s nímž jste před několika lety napsal knihu Makroekonomická fakta české transformace. On, jak známo, intervenci kritizuje z mnoha dalších důvodů. Třeba praví, že nic takového, jako je deflace, české ekonomice nehrozí.

Já osobně, ale jistě i celá ČNB, si vážíme odborných názorů. Ale chceme, aby tyto názory byly podložené analýzami. Náš tým, který provádí predikce, je dělá už patnáct let. A modely, jež používá, snesou nejpřísnější světová měřítka. Na jejich základě mohu říci, že jsem přesvědčen, že v deflaci už jsme. Takzvaná jádrová inflace, tedy korigovaná inflace bez zahrnutí pohonných hmot, je pět let v záporu. Pět let jsme u tohoto ukazatele v deflaci! Tečka. A můžeme pokračovat dále: ceny pohonných hmot meziročně klesaly po většinu letošního roku s výjimkou července – v říjnu meziročně minus čtyři procenta. Nemohli jsme prostě čekat na to, až do deflace spadne klíčový ukazatel – inflace měřená indexem spotřebitelských cen.

LN: Pravdou ovšem je, že řada ekonomů rozlišuje takzvanou dobrou deflaci a špatnou deflaci. Ta první je dána poklesem výrobních nákladů, cen energií, technologickým rozvojem či konkurenčním bojem. Naproti tomu špatná deflace je odrazem krizového vývoje ekonomiky – a proti ní je třeba zakročit. Někteří ekonomové ovšem míní, že pakliže v ČR jsou nyní deflační tlaky, tak jde spíše o projev té dobré deflace.

Jsem přesvědčen o tom, že tak jako je inflace jedna, tak je i deflace jedna. Deflace je jedna a je špatná. Mrzí mě, že ani odborná veřejnost se není schopna poučit z historie. Debata o deflaci už v českých zemích kdysi probíhala, když se o její podstatu přeli Karel Engliš (ministr financí v šesti československých vládách, ve třicátých letech působil jako guvernér Národní banky československé – pozn. red.) a Alois Rašín (první československý ministr financí – pozn. red.). Deflační krize ve dvacátých letech hrozila destabilizovat celý náš tehdejší finanční systém. Engliš musel reagovat na Rašína a popisovat, co všechno deflace způsobuje. Upozorňoval na to, že domácnosti jsou rády, pokud jim klesají ceny –, ale jen do té doby, než si uvědomí, že klesá také odbyt, podniky se zavírají a lidé ztrácejí zaměstnání. Přitom splátky a dluhy zůstávají. Engliš – dodnes velká autorita ekonomické obce – doslova mluvil o deflačních „hrůzách“. Z tehdejší situace mimochodem prozíravě těžil Tomáš Baťa, neboť nebyl zadlužený u bank. Takže kdo říká, že deflace není špatná, ať se zaměří na tuto etapu české hospodářské historie.

LN: Ekonomičtí historici ale také upozorňují na to, že USA prožily na konci 19. století dlouhé období ekonomického růstu a rozkvětu, které přitom bylo doprovázeno právě deflací. Tahle deflace byla tedy také špatná?

Obecně – jsem opravdu přesvědčen o tom, že deflace je špatná vždy. Dopadá tíživě na nízkopříjmové skupiny obyvatelstva, jak jsem už řekl, oddaluje přitom též spotřebu i investice. Takže celá ta mediální hysterie, která se rozpoutala…

LN: …pardon, mediální hysterie? Intervenci přece kritizovala podstatná část odborné obce.

Dobře. Ale neukazuje tato překvapenost veřejnosti na fakt, že v ekonomice už byla nastavena očekávání velmi nízké, takřka nulové inflace, ne-li dokonce deflace?

LN: Myslíte? Běžně přece slýcháme lidi nadávat, o kolik zase zdražily potraviny, že zdražují energie. Mám zkrátka pocit, že lidé spíše počítají se setrvalým růstem cen než s jejich poklesem.

Nebylo tomu spíše tak, že lidé mnohdy takřka automaticky kupovali výrobky s nápisem „sleva“, „akce“ nebo „last minute“? Nebylo tomu tak, že lidé se mnohdy automaticky tázali hned na začátku jednání o kontraktu: „A jakou dostanu slevu?“ Obávám se, že tato ekonomika již začala žít na slevách. A to není nic jiného než deflační očekávání. Jsem rád, že se nám podařilo deflační bublinu propíchnout.

Miroslav Singer
guvernér ČNB

Co měnové uvolnění bere, to přitvrzení dává, a naopak

(Mladá fronta DNES, 29. 11. 2013, strana 11, rubrika Názory)

Ani ze své „slonovinové věže“, kde podle některých komentátorů žiji, jsem nepřehlédl, že debata o posledním kroku naší měnové politiky se vede v podstatě na jedno téma – zdražování. A to i přesto, že růst cen v příštím roce asi dosáhne druhé nejnižší hodnoty za desetiletí. Zde není důvod ke znepokojení.

Důsledky našeho kroku jsou i jiné a jinde. Rád bych vysvětlil, co měnová politika dělá a proč je její setrvalé zacílení na dopředu oznámený a dlouhodobě udržovaný cíl důležité pro všechny. Z dosavadní diskuse vyplývají dva závěry: zaprvé, mnozí nedoceňují, že každé uvolnění měnové politiky, ať už jde o snížení úroků či oslabení kurzu, má v podstatě stejné důsledky. Zadruhé, často se opomíjí, že tyto efekty mají cyklický charakter. To, co se stane během ekonomického poklesu, se totiž v opačném gardu bude odehrávat v okamžiku, kdy bude potřeba inflaci v počínajícím se přehřívání ekonomiky brzdit, ať už zvýšením úroků či posílením kurzu, případně nebráněním v jeho zpevňování.

Kdy že se nevyplácí spořit

Centrální banky nemění ekonomické trendy. Vyhlazují část výkyvů hospodářského cyklu. Během hospodářského poklesu uvolňují měnovou politiku a zpřísňují ji pod vrcholem konjunktury. To samozřejmě vede k přerozdělování (přinejmenším) relativního bohatství v ekonomice.

Uvolňování měnové politiky, které zažíváme už od roku 2008, vždy vede k růstu mezd, výnosů z podnikání a investování a růstu cen. Mezi relativně zvýhodněné se řadí i ti, kteří žijí z dávek a důchodů. Ty jsou totiž hrazeny z příjmů státního rozpočtu, jež se získávají v převážné míře výběrem daní například od podniků, podnikatelů, zaměstnanců či prodávajících.

Naopak držení úspor se stává relativně méně výhodné. Logicky tedy uvolnění měnové politiky nejvíce zasahuje ty, kteří chtějí již jen žít z úspor, ale už k tomu nepožadují důchod. Těch ale moc není.

Na druhé straně zpřísňování měnové politiky, bez ohledu na to, zda je dáno zvýšením úroku nebo posílením kurzu, snižuje mzdy, výnosy z podnikání nebo z investování (stejně jako příjmy rozpočtu z těchto aktivit plynoucí), snižuje ceny a zvyšuje hodnotu úspor. Zpřísnění relativně více zasahuje nejen ekonomicky aktivní subjekty jako podnikatele, zaměstnance a firmy, zvláště jsou-li zadluženi, ale i příjemce dávek či důchodů, neboť během zpřísňování klesá výběr z daní a ve státním rozpočtu se škrtá.

Neutrální měnová politika

Aby to nebylo tak jednoduché, každý ekonomický subjekt, jako občan, rodina, či firma, má různé role. Často vlastní auto či nemovitost, je dlužníkem, spotřebitelem, podnikatelem nebo investorem do finančních instrumentů. Váha těchto rolí je však v různých vrstvách společnosti jiná. U nás třeba většinu úspor vytvářejí vysokopříjmové domácnosti a míra jejich úspor stále roste. Naopak nejvíce se zadlužuje pětina domácností s nejnižšími příjmy, míra jejich zadlužení přitom také stále roste.

Měnová politika však nemá a ani nemůže dlouhodobě měnit rozložení těchto rolí a celkový vztah společnosti ke spoření a k zadlužování. Během cyklu má být neutrální. To, co během uvolňování dává, při přitvrzování bere, a naopak, k tomu je však třeba, aby neustále naplňovala tentýž cíl.

Procházíme bezprecedentní krizí a uvolňování měnové politiky je mnohem větší, než si většina diskutujících připouští. Intervenční oslabení kurzu o necelých pět procent na 27 Kč za euro představuje jen asi jednu čtvrtinu až jednu třetinu celkového měnového uvolnění od roku 2008. Už snížení úrokových sazeb na dnešní nulu z 3,75 procenta v létě 2008 a následné verbální intervence vedly k podstatnému ovlivnění kurzu. Pokud by úrokové sazby neklesly až na dnešní „technickou nulu", kurz by asi nyní kolísal u 22,60 Kč za euro a byl by o 11 až 12 procent silnější proti úrovním, kde se nacházel před stávajícím oslabením o pět procent (tento typ výpočtu model ČNB skutečně umí).

Naše ekonomika by na tom nevydělala. Její nižší cenová konkurenceschopnost by vedla nejen k dramatickým ekonomickým ztrátám a nižším mzdám, ale i ke ztrátě příjmů státního rozpočtu. Nový ministr financí by čelil problému, co s rozpočtovým schodkem kolem 4,7 procenta při podstatně hlubším propadu ekonomiky. Troufnu si tvrdit, že jen náprava takového rozpočtového problému by se nemile dotkla i vlastníků úspor.

Je zbytečné, aby při poklesu ekonomiky nebyla měnová politika tak uvolněná, jak to jen jde z hlediska stability cen a konzistentního závazku centrální banky, u nás už pět let dvouprocentního inflačního cíle. Zapomíná se, že až v konjunkturní fázi hospodářského cyklu přijde přitvrzení měnové politiky, budou úspory zvýhodňovány buď posilováním kurzu, nebo růstem úroků, či obojím. Tím bude měnová politika samozřejmě naopak penalizovat jiné subjekty, než ty, které jsou pouze nositeli krátkodobých, pevně úročených vkladů a jiné ekonomické role na sebe nevzaly. Stále však ve prospěch stejného cíle, který zaručuje její neutralitu.

Utrácet lze jen to, co vyděláme

V debatách kolem intervencí se objevují pochyby o prospěšnosti uvolňování měnové politiky plynoucí ze „zdravého rozumu". Pokles cen má podle těchto názorů zvýšit kupní sílu úspor, a tím i chuť spotřebitelů utrácet. Tím má vzrůst spotřebitelská poptávka a má být stimulována celá ekonomika. Některé země tuto myšlenku vyzkoušely v praxi a ověřily, že opak je pravdou. Dlouhodobě se dá v ekonomice utrácet jen to, co se v ní vydělává. Jak se v historii ukázalo, pokles cen způsobený nepřiměřenou měnovou politikou vede k poklesu zisků firem, k propadu mezd a růstu nezaměstnanosti, k bankrotům dlužníků a omezování dávek a důchodů. Definitivním koncem politik způsobujících stálý růst hodnoty úspor byly v lepších případech fronty na polévku. Obávám se, že „zdravý rozum", který ignoruje, že dlouhodobě můžu i jako spotřebitel utrácet jen to, co vydělám, pomáhá pochopení měnové politiky asi stejně, jako „zdravý rozum" pomáhá pochopení integrálního počtu nebo pravidel stavby jaderné elektrárny.

Rozdíl je jen v tom, že se o měnové politice v poslední době diskutuje častěji.

Tomáš Holub, Petr Král

Deflace byla hrozbou

(Lidové noviny, 3. 12. 2013, strana 9, rubrika Názory)

Kritici nedávné intervence ČNB nemají pravdu ani v jednom ze svých tvrzení na téma deflace. Oslabení kurzu koruny s cílem odvrátit hrozbu deflace vyvolalo vášnivé diskuse. Kritici kroku ČNB přišli se dvěma tvrzeními na téma deflace. Zaprvé žádná deflace nám nehrozila. Zadruhé, kdyby už přišla, byla by to deflace dobrá, podobně jako za průmyslové revoluce. V našem článku vyvracíme oba uvedené argumenty.

Deflace je vždy a všude měnový jev, čili je závislá na tom, co činí nebo nečiní centrální banka. Kdyby ČNB nesnížila v průběhu krize úrokové sazby na nulu, byli bychom v deflaci již dávno a domácí ekonomická aktivita by byla odhadem o pět až šest procent nižší než v současnosti. A exportéři by asi těžko jásali nad kurzem pod hranicí 23 korun za euro. Stejně tak by se zaměstnanci neradi smiřovali s každoročním poklesem svých mezd přinejmenším o dvě procenta, mimo jiné i proto, že by se jim pak mnohem obtížněji splácely jejich dluhy.

Předchozím snižováním úrokových sazeb narazila ČNB na jejich nulovou dolní mez. Deflační tendence však dále sílily a v řadě cenových okruhů jsme se již do záporných čísel či do jejich blízkosti dostali. Celková meziroční inflace je sice stále ještě kladná, rychle se však snižuje a v říjnu spadla pod jedno procento. Navíc v podstatě celý růst cen je důsledkem letošního zvýšení DPH, tedy faktoru, který v lednu 2014 odezní.

„Jádrová" inflace je záporná již od poloviny roku 2009. V rámci ní tradičně klesají ceny spotřebního zboží, nyní se ale poprvé na hranu deflace dostaly i ceny služeb. Kladný příspěvek k růstu cen doposud měly pouze ceny potravin, jež však už začaly zpomalovat, a regulované ceny. Ty ale v lednu 2014 začnou meziročně klesat kvůli snížení cen elektřiny a plynu.

Rovněž pokles dovozních cen, cen ve zpracovatelském průmyslu, cen zemědělských výrobců, cen tržních služeb a stavebních prací i cen nemovitostí vysílá jasný signál, že se stále silně podchlazená ekonomika a útlum na trhu práce projevují v deflačních tendencích napříč celým hospodářstvím.

Hrozba deflace je přitom vidět i v zemích EU, především těch na jihu eurozóny, které se jako my potýkají s hospodářským útlumem. Příčinou našich problémů je souběh slabé zahraniční i domácí poptávky. Zvýšený sklon k úsporám prakticky ve všech sektorech ekonomiky a naopak malá chuť či ochota investovat se promítají do makroekonomické nerovnováhy vyžadující další pokles reálných úrokových sazeb, jehož však již nelze dosáhnout standardními nástroji. Peníze se v ekonomice přestávaly otáčet, takže i při pokračujícím mírném růstu jejich množství se ekonomika dostala do blízkosti deflační pasti. A k takzvanému paradoxu spořivosti, který říká, že když lidé začnou v průměru více spořit, ušetří nakonec všichni méně, neboť jim klesnou příjmy a nebude si z čeho dávat stranou.

Byla by to deflace dobrá?

Deflace vyvolaná nedostatečnou poptávkou je noční můrou centrálních bank. V deflaci se totiž peníze, které normálně vynášejí méně než reálné investice, stávají aktivem nejvýnosnějším s tím, jak jejich reálná hodnota sama roste. Kvůli nízké poptávce jsou podnikatelské projekty ztrátové. Lidé tak raději drží peníze, než aby investovali. A to dále nutí firmy propouštět, snižuje to příjmy lidí a jejich dluhy se stávají tíživějšími. Tím se ekonomika dostává do nepříjemné spirály mířící stále k většímu poklesu, z níž je velmi těžké se dostat.

Velkou výstrahou je Velká deprese 30. let, která měla katastrofální dopady nejen ekonomické, ale i politické. Povzbuzující zkušeností nejsou ani dvě ztracené dekády Japonska či sjednocení Německa s nadhodnoceným kurzem východoněmecké marky, které vyústilo v deflační přizpůsobení. A záviděníhodný není ani vývoj v zemích na jihu eurozóny, které při absenci vlastní měny mohou obnovit svou cenovou konkurenceschopnost pouze prostřednictvím deflace, která však na druhou stranu zásadně zhoršuje jejich dluhové problémy.

V současné debatě se však objevují i názory, že pokud už nám něco hrozilo, pak deflace dobrá. A protože její příklady lze stěží najít v tomto či minulém století, obracejí se zastánci této teorie až do 19. století k příkladu průmyslové revoluce. Je pravda, že tehdy byl technologický pokrok natolik rychlý, že umožňoval pokles cen bez neblahých důsledků v podobě klesajících mezd, podkopávání zisků podniků a odkládání investic. Nicméně analogie s naší situací silně pokulhává.

Očekávaný pokles cen elektřiny v ČR je sice příznivý nabídkový faktor, ale elektřina zdaleka není jediným, prvním ani nejvýznamnějším okruhem cen směřujícím k poklesu. Navíc pokud její zlevnění odráží nějakou technologickou revoluci, tak na druhé straně Atlantiku v podobě těžby břidlicového plynu v USA. U nás bohužel žádný technologický skok nepozorujeme. Naše ekonomika nevzkvétá. Má za sebou osm čtvrtletí téměř nepřetržitého poklesu, produktivita práce meziročně klesá o dvě až tři procenta, investice padají dvoucifernými tempy. Takže tvrzení, že náš deflační vývoj by byl převážně tažen pozitivními změnami na nabídkové straně ekonomiky, a ne utlumenou poptávkou, nemá žádnou oporu v realitě.

Mojmír Hampl
viceguvernér ČNB

Měnová politika v časech měnového populismu „10 poznámek k domácí debatě o intervencích“

(Česká národní banka, 13. 12. 2013)

Pomalu dozněla první vlna nezbytné, rozsáhlé a místy též neuvěřitelné debaty k rozhodnutí ČNB použít devizový kurz jako alternativní nástroj k udržení cenové stability v naší zemi v situaci, kdy úrokové sazby narazily na dno. Dovolím si k ní přidat deset svých poznámek.

1. K měnové politice obecně – Zdá se, že v této logicky zjitřené debatě se česká centrální banka stala částečně obětí svého vlastního úspěchu. Díky tomu, že bez povšimnutí stabilizovala cenovou hladinu zejména posledních 15 let (viz dále) a téma inflace na rozdíl od mnoha jiných zemí nikdo příliš neřešil (což je vždy a všude nejlepší znak toho, že centrální banka dělá svou práci v průměru dobře, neboť měnová politika má být nudná a nezajímavá), zapomněli v mezičase i mnozí trochu poučenější pozorovatelé „malou měnovou násobilku“, tedy co centrální banka vlastně je a co činí. Jak jinak si vysvětlit zděšení z toho, že měnová politika občas přináší do ekonomiky mírné „zdražování“? No jéje, jistěže ano! Přestože to mnohým připadá neintuitivní, tak typicky ve špatných ekonomických časech či v očekávání jejich příchodu se skrze tzv. uvolnění měnových podmínek (snižování sazeb či oslabování kurzu) snaží do ekonomiky přinést více peněz a tím i rychlejší růst cen, který je pak doprovodným jevem následného žádoucího oživování ekonomiky. Pro centrální banku je tato změna cen cílem a cesty, které k němu vedou (tzv. transmisní kanály), pak ekonomickým mechanismem, nástrojem pro dosažení cíle. V dobrých časech pak překvapivě dělá opak, zvyšuje sazby, přítok peněz do ekonomiky škrtí, brzdí poptávku a přináší tak „zlevňování“, resp. brání nadměrnému zdražování. V době očekávané a pak probíhající recese banka snižuje úrokové sazby, čímž motivuje všechny více utrácet, méně spořit, více investovat a tak přináší nakonec též vyšší poptávku i vyšší růst cen. Ovšem takový růst cen, který nikdo neřeší a nikdo si ho nevšímá, proto se mu říká cenová stabilita (viz dále). Čili pokud někdy měnová politika způsobuje „zdražování“, pak paradoxně v časech, kdy je ekonomice úzko či jí úzko hrozí. A pokud „zlevňování“, pak naopak v časech, kdy se ekonomika hrozí přehřát, jako třeba v časech před finanční krizí. Oslabení kurzu ve stylu ČNB působí nyní stejným směrem jako snížení úrokových sazeb, jen trochu jinými kanály (přes cenová očekávání, změnu relativních cen všeho domácího vůči všemu zahraničnímu, přes zvýšení celkových příjmů v ekonomice, která je čistým exportérem apod.) a trochu rychleji, ale zkrátka stále stejným směrem!

2. K měnové politice ČNB v posledních letech – ČR se nyní nachází stále ve špatných časech a je neuvěřitelné, že někteří diskutéři vážně tvrdí, že centrální banka oslabením kurzu směrem k 27 korunám za euro měnovou politiku naopak „přitvrzuje“, oživení „brzdí“ a k tomu „ničí“ domácí poptávku. To by ale přece činila, jen a jen pokud by dělala opak – zvyšovala úrokové sazby a kurz posilovala! Pokud tedy centrální banka pro mnohé dnes přináší zavrženíhodné „zdražování“, pak si uvědomme, že právě to dělá v naší zemi v malých krocích nepřetržitě již od roku 2008, odkdy snižovala úrokové sazby o téměř 4 procentní body až ke stávající nule. Tím ČNB dlouhodobě posílá signály k růstu cen zpět ke svému 2% cíli – opravdu někdo myslí vážně, že tím celou dobu „ničila ekonomiku a umrtvovala poptávku“ v této zemi a že měla dělat opak? Pokud ano, tak to bychom byli skutečný světový unikát, jediná země na planetě, kde měnové uvolnění ekonomice v recesi škodí. Pokud

by měla nyní ČNB přinášet impulsy ke „zlevňování", jak by si asi mnozí nepoučení a nepoučitelní představovali, měla by tedy asi začít honem zvyšovat úrokové sazby a posilovat kurz. Bez nadsázky by to bylo totéž jako ve fyzice tvrdit, že Slunce se točí okolo Země, protože při pohledu na oblohu je to přeci „každému člověku se zdravým rozumem" jasné. Je mi líto, ale jsou to jen nebezpečné omyly vyplývající z nulové znalosti abecedy měnové politiky. „Pouliční ekonomie", která nejde za hranice takovéhoto „zdravého rozumu", je stejně bezcenná, jako tato „pouliční fyzika" při pohledu na východ a západ Slunce. Mimochodem, vsadím se, že až začnou růst úrokové sazby, budou se všichni tito poučení komentátoři zase možná divit jiným věcem. Třeba jak je možné, že růst úrokových sazeb vede k poklesu cen dluhopisů, když jim to „hlava nebere".

3. K měnovému populismu – Popularita a rozšířenost omylů uvedených výše mě vede k neblahé domněnce, že kdyby dnes někdo navrhl v referendu, aby ČNB zvýšila úrokové sazby třeba na 5 % či 10 % (to aby střadatelé měli vyšší výnosy z vkladů a cítili se bohatší), čímž by okamžitě významně posílila kurz koruny k euru a zároveň tak tlačila na „zlevňování", získal by snadno po několika televizních debatách nadpoloviční většinu hlasů. To je ovšem pravá definice měnového populismu, který by krátkodobě uspokojil většinu a již ve středním a nepochybně pak dlouhém období naprosto zlikvidoval celé hospodářství a s ním nakonec i to „krátkodobé zdánlivé bohatství velkých úspor a silného kurzu", jehož iluzi by uvedenou měnovou politikou centrální banka uměla na chvíli zařídit. (To je totiž hlavní vtip centrálního bankovnictví, málo chápaný v celé dnešní domácí debatě – měnová politika prostě nedokáže zařídit zvýšení dlouhodobého růstu bohatství země nad úroveň jejího potenciálu. A to ani tištěním peněz, ani jejich destrukcí, to jsou jen nástroje pro dosažení cenové stability, která má v ideálním světě jen a pouze nepřekážet reálné ekonomice.) Takováto „sleva" by opravdu nebyla zadarmo. A aby to nevypadlo, že jen straším, dodám, že jsme si cvičně v ČNB zpracovali simulaci toho, jak by dnes ekonomika vypadala, kdyby ČNB nedělala to jediné, co v posledních letech dávalo smysl, tedy neuvolňovala měnové podmínky snižováním sazeb až na nulu. Ano, cenová hladina by již dávno klesala a lidé by se možná krátkodobě radovali ze slev a kurz by byl hluboko pod 23 korunami za euro, což by jistě „s jásotem" přivítala celá naše exportně orientovaná ekonomika. Ovšem lidé by si se skřípějícími zuby zvykali na pravidelný pokles mezd přinejmenším o 2 % ročně. Až o 6 % více, než jsme zažili, by se za uvedená léta propadla úroveň ekonomické aktivity s jasným dopadem do vyšší nezaměstnanosti a rozpočtový deficit by šplhal k 5 % HDP. Bez měnové stabilizace by se tyto trendy při dodatečných šocích navíc dále zrychlovaly. A to je spíše optimističtější odhad. A teď kouzelná tečka pro některé méně poučené – ano, i toto vše by centrální banka mohla zajistit, kdyby chtěla, protože by to nečinností dokázala. Ale vážně někdo myslí, že měla?? Je přece odstíněna od politického cyklu právě proto, aby ji takovéto krátkodobé hry na popularitu s dlouhodobě fatálními důsledky nenapadaly.

Takže na námitku, že měnová politika byla poslední léta stejně vlastně neúčinná, neboť ekonomika je tak jako tak dlouho v recesi, lze snadno opáčit: buďte si jisti, že bez popsaných zásahů ČNB by dnešní situace české ekonomiky byla zjevně viditelně horší. Téměř mě překvapuje, že se málokdo ptá, jestli naopak neměla uvolňovat měnové podmínky více a rychleji (David Marek je v tomto opravdu spíše unikátní výjimkou).

4. K neexistenci akademické debaty – Je frustrující, jak často se i v poučenější debatě objevuje tvrzení, že rozhodnutí ČNB použít známým způsobem kurz je „umělým", „záměrným" či „netržním" zásahem. Heuréka! Takový je z ovšem definice každý zásah centrální banky, protože ve stávajícím peněžním systému je centrální banka netržní institucí, která určuje, jaká bude na daném území výše klíčových nominálních veličin – inflace či úrokových sazeb. A nepřímo samozřejmě i vývoj devizového kurzu. To, že centrální banka nechává kurz volně plovat, ještě samozřejmě neznamená, že ho neovlivňuje, jak si zřejmě mnozí myslí. Pokud jsme v letech před finanční krizí zažívali v této zemi postupné a kladně přijímané posilování kurzu koruny k euru, pak nešlo o „náhodu, kterou vymyslel trh", ale o volbu centrální banky. Tím, že se centrální banka rozhodla dosahovat s pomocí režimu cílování inflace srovnatelných změn cenové hladiny jako západní země a zároveň ekonomika dohánìla, tedy rostla rychleji než země na západ od nás, „odsoudila" ČNB kurz k posilování, které pak tržní síly s některými nutnými výkyvy „jen" technicky zařídily. Stejně jako tržní síly „zařídí" více půjček a méně úspor, když centrální banka významně sníží úrokové sazby. ČNB mohla učinit i jiné rozhodnutí, třeba kurz permanentně fixovat jako řada jiných zemí v naší blízkosti. Stále to ale byla a je otázka volby!

Nepochopení všech těchto docela základních věcí ve veřejné debatě příliš nepomáhá fakt, že v ní až na vzácné výjimky prakticky chybějí příspěvky z čistě akademické sféry, z univerzit, kateder a výzkumných pracovišť, jak je běžné v neméně emotivní, jen významně hlubší debatě o měnové politice v jiných zemích.

5. K Pavlu Kohoutovi – Ten patří k nejzuřivějším kritikům rozhodnutí ČNB uvolnit dále měnové podmínky prostřednictvím kurzu. Některé jeho myšlenky zaslouží komentář, protože se vyznačují vzácnou kombinací atraktivity podání pro laického čtenáře (to oceňuji) a zároveň věcné chybnosti. Mohou tudíž přispívat k šíření zbytečných mýtů. Když pominu, že Pavel Kohout si plete základní pojmy – například hovoří ve svých textech o rovnovážném nominálním kurzu na úrovni 25–26 korun za euro, přičemž rovnovážný může být v monetární ekonomii pouze kurz reálný (omluva, to je pro fajnšmekry) – že je šiřitelem bludu, že oslabení kurzu je „restriktivní" měnovou politikou, ne měnovým uvolněním (viz detailně výše) a další jemné lahůdky, které jsou spíše na kroucení hlavou – tak jeho hlavní teoretická námitka je, že České republice nehrozí deflační cenová nestabilita, jak tvrdí ČNB, ale jakési báječné období „skvělé deflace" dané technologickým pokrokem,

který se téměř vyrovnává s léty průmyslové revoluce 19. století. Nesporná atraktivita této myšlenky pro řadu chytrých čtenářů jen tak mimochodem ukazuje, jak hluboce se deflační očekávání začínají zabydlovat v široké populaci (k tomu více až poslední poznámka).

V každém případě je Kohoutův popis reality až komicky nevěrohodný. V 19. století díky technologické revoluci produktivita práce rostla, rostly reálné příjmy zaměstnanců a též jejich kupní síla. Přitom investice do produktivního kapitálu byly vysoce výnosné. Při jen pomalu rostoucí či stagnující zásobě zlata (či stříbra), které bylo základem tehdejšího monetárního režimu, se to projevovalo tendencí cen k poklesu. Stálé množství drahým kovem krytých peněz kupovalo více a více produktů. Klasická deflace daná nabídkovými změnami v ekonomice. Probůh, co s tímto máme společného my? Jsme v nejdelší recesi za dobu samostatné České republiky a stále pozorujeme hluboký propad investic. Produktivita práce klesá dokonce tak rychle, jak jsme to v novodobých dějinách nezažili, a růst mezd je též nejslabší za poslední řadu let a všichni si na něj začínají zvykat. Takhle že vypadá bájný technologický pokrok á la Česká republika? Pokud tedy jen klesající ceny jsou znakem technologického pokroku, tak nejrychlejší technologický pokrok nyní v EU zažívá Řecko (pokles spotřebitelských cen v říjnu o 2 %), Kypr (-0,5 %) či Španělsko (-0,1 %). Naopak Velká Británie touto optikou žádného technologického pokroku nedosahuje (růst cen o 2,2 %), stejně jako tedy „technologicky zaostalé" Estonsko či Finsko. A podívejme se na dál i na svět. Spojené státy, s očekávaným růstem cen letos o 1,5 % vlastně též technologicky „zaostávají" – jsou přitom původcem podstatné technologické revoluce v energiích (břidlicový plyn). Česká republika je naopak jakýmsi „ostrůvkem technologické revoluce" v Evropě i ve světě. Je možné toto vše myslet vážně?

Co jednodušší a bohužel pravdivější vysvětlení? Vzhledem k tomu, že u nás neklesají jen ceny energií, což by samo o sobě nebyl problém, ale že je se znaménkem minus už dnes kdejaký cenový okruh (ceny zemědělských výrobců, ceny tržních služeb, ceny nemovitostí, ceny výrobců ve stavebnictví atd.) a nad nulou udržují i index spotřebitelských cen jen dopady zvýšení nepřímých daní, jde u nás prostě o peněžní a poptávkový fenomén. A ten žádá měnové uvolnění. Alternativní hypotézy jsou svůdné, ale spíše pro „katedru měnové bludologie", kterou je pro ně třeba vytvořit.

ČNB Pavel Kohout navíc vyčítá, že si neumí správně interpretovat růst peněžních agregátů a růst cen, přičemž on sám jaksi zapomíná, že u nás delší dobu znatelně klesá rychlost obrátky peněz, tedy jednoduše peníze se „méně otáčejí", což má na ceny stejné dopady jako neblahý vývoj peněžních agregátů, kterým i on sám podmiňuje vznik jeho „špatné deflace". Samozřejmě, nelze to kvantitativně srovnávat se 30. lety (naštěstí), ale kvalitativně a z hlediska teorie ano. Jen pro ilustraci: když budou lidem rozdávány masivně peníze v hotovosti a oni žádné z nich neutratí a jen si je vždy v plné výši schovají do matrace, klesne natolik rychlost obrátky peněz, že ekonomika stejně zažije deflaci jako v případě poklesu peněžních agregátů.

Kdyby toto vše nestačilo, objeví se zase jiná historka, třeba o prognózách. Je jistě pravda, že ČNB v minulých letech udělala chyby v prognózách HDP. Jejich převážná část však pramenila ze špatných předpokladů o vývoji zahraniční poptávky, tj. HDP v zemích eurozóny. A zde ČNB vždy skromně přiznávala, že prognózovat je umí málo a spoléhá se na předpovědi moudrých analytiků finančního trhu dotazovaných v rámci šetření Consensus Forecasts. Také je však pravda, že ČNB těmto předpovědím světových analytiků nedůvěřovala slepě. Již zavčas v roce 2008 zpracovala alternativní scénář prognózy, který se v průběhu roku 2009 dostával s růstem HDP lehce do záporu. Což tehdy – pokud mě paměť neklame – byl první takový scénář. Proto byla ČNB na mezinárodní scéně chválena, že včas začala v roce 2008 se snižováním úrokových sazeb, zatímco třeba ECB ještě v této situaci sazby zvyšovala. Co v té chvíli dělal Pavel Kohout? Například psal článek „Máme se bát hyperinflace?", kde si odpovídá, že ano. No, to tedy byla úspěšná předpověď.

V prognózování inflace ČNB dopadá v posledních letech naopak velmi dobře. Od poloviny roku 2008 do současnosti se prognóza inflace odchylovala od skutečnosti v průměru jen o 0,3 procentního bodu. A to v tom směru, že skutečná inflace byla v průměru těsně pod prognózou. Pokud z této drobné odchylky chce někdo vyvozovat silný závěr, tak asi v tom duchu, že nám za rok nehrozila deflace ve výši -1 %, ale -1,3 %, což by byl jen další důvod pro měnový zásah ČNB.

Aby bylo jasno, Pavel Kohout je jistě velmi inteligentní a pracovitý člověk a patří mezi zajímavé komentátory v domácím veřejném prostoru. Ale občas se prostě mýlí. Sám kdysi konstatoval, že příliš pozdě pochopil rizika a vady projektu eura a pak na něj změnil názor. Fajn. Předpokládám, že totéž se stane se zpožděním i v případě posledního rozhodnutí ČNB.

V mezičase do okamžiku prozření však jeho čím dál křečovitější argumenty jakoby nechtěně dávaly zapravdu těm, kteří cítí, že prostě jen sám možná udělal u kurzu koruny špatné investiční rozhodnutí a třeba i řadě lidí dal podobně dobrou radu – těmito radami se přece živí. A když velmi ostře napadá ČNB za ekonomické „fušerství" a dokonce mluví o tom, že bychom měli všichni dostat „Řád Klementa Gottwalda", nelze bohužel nezmínit fakt, že Pavel Kohout sám nemá dle dostupných informací ani ukončené standardní vysokoškolské vzdělání ekonomického směru. Takže prosím opatrně při čtení svůdných závěrů svižně napsaných článků. Svůdnost může být dána i tím, že autor má některé učebnice přečteny jen do půlky, což v některých zlomových okamžicích nemusí stačit.

6. K úsporám – Z obdobného důvodu též varuji před různými zásadními interpretacemi toho, o kolik střadatelé přišli na svých úsporách z titulu rozhodnutí ČNB ze stejného pera. Oslabení kurzu je pokles kupní síly směrem k zahraničí. Ale mluvit přímo o znehodnocení úspor je už psychologická hra pro vyděšení publika, nic víc. Nepamatuji si, že by v roce 2009 kdo psal články o tom, že všichni střadatelé přišli „o více než 20 % úspor", když koruna

oslabila za pár měsíců o víc než tolik – až na 29 korun za euro. Nepamatuji si, že by stejnou úvahu kdo činil před 11 lety, když ČNB intervenovala aktivně proti koruně a oslabila ji v podobném řádu jako dnes (4–5 %). A nevěřím, že střadatelé se dívají na svou korunovou hodnotu úspor a každý den ji přepočítávají do libry, dolaru či švédské koruny, aby zjistili, kolik v jaké měně „ztratili" či „získali". Jen během psaní tohoto článku vyjádřeno v librách přišel každý Čech ze stokoruny vkladu o korunu, pokud se mám dívat na kurzový lístek. To bych ale přijal poněkud zkratkovité myšlení, které prostě neberu, byť i já mám své úspory v českých korunách. Jen na okraj: během let 1998–2008, kdy ČNB nechala v rámci režimu cílování inflace posílit měnový kurz koruny vůči euru téměř o 40 %, jsme si cimrmanovsky řečeno mohli „dělat čárky", kdykoli nám někdo poslal děkovný dopis za zhodnocení svých úspor nebo o tom alespoň napsal článek. Kolik byste řekli, že jich bylo?

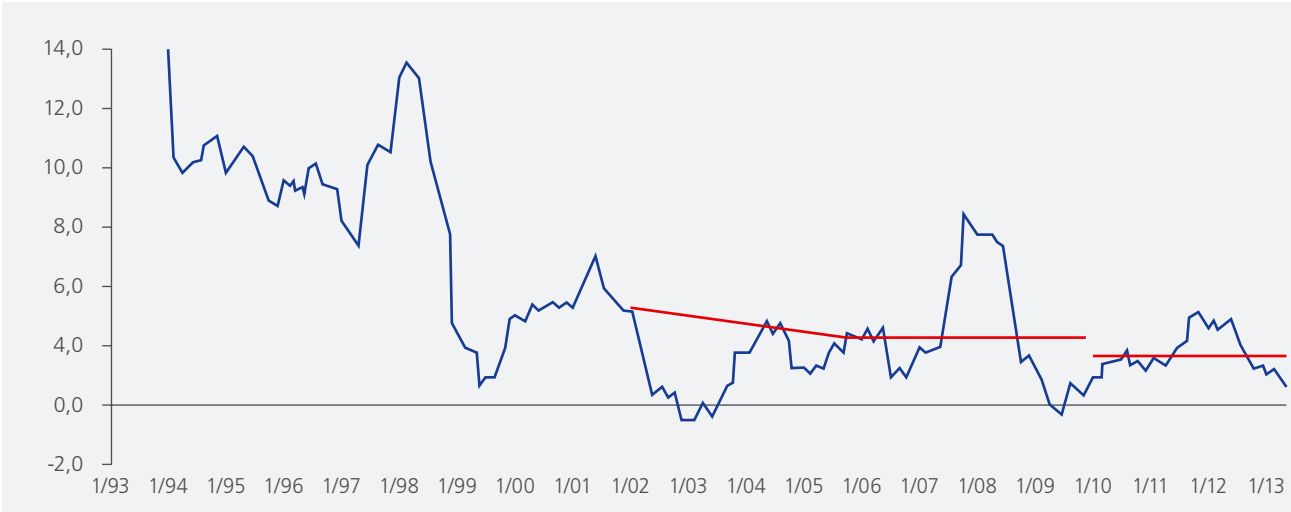
7. K odpůrcům existence centrální banky, tedy i ČNB jako takové

– Zajímavé proto je, že v celé debatě paradoxně nejkorektnější, byť stále kritický popis toho, co ČNB od začátku listopadu koná, přichází od začátku od libertariánského, resp. neorakouského křídla ekonomů, což jsou lidé, kteří v principu celý stávající peněžní systém odmítají a centrální banku by nejraději zrušili, což je samo o sobě jistě akceptovatelná akademická pozice. Doporučuji všem přečíst si třeba trefný text Martina Pánka k tématu. Od liberatariánů se osobně liším tím, že nevěřím v to, že bychom měli pohotově uskutečnitelnou alternativu k systému nekrytých peněz s nuceným oběhem, v němž celý svět operuje. Koneckonců, asi těžko bych jinak mohl v centrální bance pracovat. Centrální banku, která je nezávislá na vládě a přímo ji nefinancuje, beru jako „second-best", druhé nejlepší řešení tohoto světa a jsem schopen s ním žít. Jak říká výstižně význačný český libertarián prof. Josef Šíma, na rozdíl od zahraničního obchodu, kde ekonomická teorie stvořila ideál – čím více svobodného obchodu, tím lépe – v oblasti peněžního systému nám tento ideál v ekonomické vědě vlastně chybí. Tím je diskuze těžší. Nerozumím sice, že někdo vidí ideál ve zlatém krytí měny, ale alespoň je zjevně těmto lidem jasné, co v existujícím systému centrální banka je a co není, což zjevně uniká těm, kteří naopak tvrdí, že o měnové politice něco vědí. Takže, žehrá-li někdo na tzv. umělé rozhodnutí ČNB oslabit korunu, nechť si uvědomí, že není o nic „umělejší" než jakékoli jiné, které centrální banka činí. To je princip jejího fungování, nikoli výjimka z pravidla. Zásadní je pak pouze otázka, jaké „umělé nastavení" měnové politiky je pro ekonomiku nejprospěšnější (či nejméně škodlivé). A tím se dostáváme k definici inflačního cíle.

8. K inflačnímu cíli

– Zřejmě poprvé za dobu, kdy je měnová politika prováděna v režimu cílování inflace (tj. od roku 1998), se předmětem širší debaty stal i její inflační cíl, tedy to, jaké inflace by měla centrální banka dosahovat. Z pohledu na obrázek dole je nejprve hezky vidět „stručná historie inflace" v samostatné ČR. Nejvyšší inflace jsme dosahovali v první fázi transformace, zhruba do roku 1998. Bylo to dáno tehdy používaným režimem fixního kurzu, který byl bohužel nekonzistentní s postupným uvolňováním kapitálových toků a pokusy o cílování množství peněz v oběhu. Ne že by tehdy nebylo možné dosáhnout nižší inflace, ale nešlo to v rámci zvolené měnové strategie. Poté, co se tento režim zhroutil během finanční krize na jaře 1997, přešla ČNB k režimu cílování inflace, který pomohl nejprve do té doby převažující vysokou inflaci výrazně snížit a pak následně stabilizovat na stále nižších hodnotách. Inflační cíl se postupně snižoval a od roku 2010 má ČNB inflační cíl ve výši 2 %, tedy nejnižší ve svých dějinách! Nepamatuji si přitom, že by kdy byla debata směřující k ještě nižším inflačním cílům ČNB, a to ani v době, kdy tyto byly vyšší, než je cíl dnešní! Naopak, například exprezident Václav Klaus, který dnes výši stávajícího cíle kritizuje jako vysokou, kritizoval ještě v roce 1999 centrální banku za to, že inflaci velmi rychle snižovala dolů. Toto roztomilé chucpe koneckonců jen potvr-

Meziroční inflace



zuje učebnicové poučky o vztazích centrální banky a politické sféry v dobrých i špatných časech. Pohledem na graf je také vidět, kdy centrální banka svých cílů nedosahovala. Přestřelila v roce 2008, tehdy díky kombinaci změn daní, regulovaných cen a abnormálního růstu cen potravin, a také v letech 2012 a 2013, ale pouze kvůli změnám nepřímých daní, na které měnová politika jako na šoky svého druhu záměrně nereaguje (nesnaží se prostě zpřísnit měnovou politiku proto, že vláda zvyšuje daně, aby jejich cenové vlivy potlačila – bylo by to nelogické a kontraproduktivní, byť v logice absurdních komentářů z poznámky č. 1 to možná někdo začne napříště požadovat). Efekty vládních změn daní jsou také dnes prakticky to jediné, co ještě naši inflaci drží nad nulou. Jinak se ovšem ČNB pohybovala spíše pod cílem, resp. v jeho blízkosti, jak je vidět a získala tak i mezinárodní reputaci jako měnově velmi přísná centrální banka, respektující v tomto koneckonců přirozenou a zcela tradiční peněžní konzervativnost domácí populace. Významně ČNB podstřelovala svůj cíl v letech 2002–2003, kdy dokonce inflace spadla pod nulu. Tehdy ČNB masivně intervenovala proti v té době nadměrně posilujícímu kurzu, což někomu může připomínat dnešek. Podstatný rozdíl byl však v tom, že tehdy ještě měla prostor na to reagovat také snížením úrokových sazeb, což též učinila! Sazby jsou ale dnes už na nule a v tom je situace ČNB jiná, komplikovanější.

Ale zpět k cíli. Inflační cíl ve výši 2 % je na cestě ke stabilně nízké inflaci v naší zemi do značné míry konečnou stanicí. Dosáhli jsme dávno před mnoha srovnatelnými zeměmi hodnot inflace, které jsou považovány standardně ve světě za cenovou stabilitu, a je obtížné představit si, kam jít dál. Byla by lepší nula jako cíl? Inu, když pominu fakt, že skutečně neexistuje jedna jediná centrální banka na světě, která by měla jako střed svého cíle nulu (vážně, ani jedna!), je potřeba připomenout, že i kdybychom takový cíl dnes měli, tak by i tak měla centrální banka konat v tom směru, jak konala. Už jen na to, aby se inflace poblíž nuly v dalších čtvrtletích udržela a neklesala do záporných hodnot, by bylo potřeba dalšího uvolnění měnových podmínek! A protože bychom s nulovým cílem inflace začínali z nižších výchozích úrovní nominálních úrokových sazeb, prostor pro jejich snižování by se vyčerpal již dávno, takže bychom v režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky byli dokonce o hodně dřív.

Proč ale nula dobrým cílem není, je potřeba stále opakovat. Běžné pravidelné měření inflace na bázi výběrového indexu spotřebitelských cen s konstantními stálými vahami skutečnou inflaci nadhodnocuje. Jednak neumí vzít zcela v potaz změnu kvality zboží. Když si koupíte nové auto s airbagy, které to staré nemělo, a ono bude o něco dražší, tak kus vyšší ceny není inflace, ale vyšší kvalita vozu (nadhodnocení samozřejmě bude platit i v případě, kdy cena zůstane stejná a kvalita se zvýší). Výpočet inflace též neumí vzít perfektně v úvahu rychlou změnu chování spotřebitele. Pokud se v jednom obchodě ve městě objeví akce na kuřecí řízky a všichni spotřebitelé je koupí tam a zcela opustí obchody, kde se sbírají data pro výpočet inflace, data skutečnou cenu kuřecích řízků nadhodnotí, protože zaznamenají i ceny z obchodu, kde si řízky koupilo najednou výrazně méně lidí nebo nikdo. Totéž platí také pro situaci, kdy se někde zlevnil margarín proti máslu (dvě náhražky z hlediska spotřeby) a spotřebitelé kupovali náhle více margarínu. Funkce tzv. stálých vah ve spotřebitelském koši nedokáže dokonale zachytit, že spotřebitelé reálně utratili za onu náhražku másla a tedy „stejný užitek z náhražky" méně, protože váha obou výrobků v koši zůstává stále stejná. Aby nedošlo k mýlce, toto není žádná chyba statistického úřadu, ten náš dělá koneckonců skvělou práci i v evropském kontextu! Je to nutná daň za to, že data o inflaci můžeme vůbec rozumně měřit na pravidelné měsíční bázi a máme je k dispozici s malým zpožděním. Zkrátka, inflace i nad nulou z těchto důvodů znamená, že v průměru spotřebitel neztratil kupní sílu tolik, kolik inflační číslo naznačuje. Zhruba dvouprocentní inflace, která má okolo sebe nějaký toleranční interval (u nás +/- 1 procentní bod), je tedy uznaná definice cenové stability. Je to taková inflace, kterou nikdo „neřeší" a v běžném životě si jí nevšímá. Koneckonců, u nás málokdo řešil i to, když byla vyšší, jak jsme ukázali výše. My se ovšem dostáváme do situace, kdy od cíle odplouváme nebezpečnou rychlostí směrem pod nulu, což je znepokojivé.

Jedním z mála světlých produktivních bodů debaty o cíli je tak zcela legitimní otázka, kdo má vlastně cíl pro měnovou politiku stanovit? ČNB sama jako je tomu dnes? Nemusí to tak být, ve Velké Británii třeba určuje cíl centrální bance politická sféra (ministr financí). Bylo by určitě oprávněné, kdyby cíl určoval centrální bance někdo jiný, třeba s politickým mandátem. Koneckonců, možná by to bylo pro ČNB i komfortnější. Otázka je, jak by takové stanovování cíle třeba vládou, ministerstvem financí, Sněmovnou či Senátem u nás dopadlo. Na tu debatu bych se opravdu těšil, ovšem troufnu si předpokládat, že po měsících diskuzí by nakonec s ohledem na poznanou světovou praxi zůstal inflační cíl tam, kde je teď.

9. K měnové politice ČNB ve světovém kontextu –

V jednom bodě jsem asi debatu trochu přecenil. Částečně jsem se těšil na sofistikované rady (a trochu se jich i obával) a doporučení, jak měla měnová politika postupovat v danou chvíli. Nicméně zde je debata překvapivě chudá. V zásadě se ČNB dozvěděla, že nemá dělat nic, přičemž ovšem argumenty pro toto nic jsou stavěny tak, že kdyby byly myšleny vážně, tak se měly objevovat už několik let jako zásadní námitky k letitému uvolňování měnové politiky. To se však nestalo. Trošku nepřehledné, že. Zvláště pikantní příchuť mají tyto komentáře od těch, kteří se hlásí k monetarismu či vyzdvihují prospěšnost autonomní měnové politiky v naší zemi. Obojí je důvodem k tomu měnovou politiku právě teď používat, a ne ji vypínat a přestat kroutit volantem, když se blíží překážka, které je dobré se vyhnout. Seriózní pokus o argument, že žádná překážka vlastně není nablízku, v debatě nezazněl. Koneckonců to znovu ukazuje, jak jsou obecně preventivní zásahy obtížné. Všichni všechno snáz pochopí, až když se najednou narazí v plné rychlosti na zeď. To už bývá pozdě a pak bychom četli články, proč si ČNB platí armádu

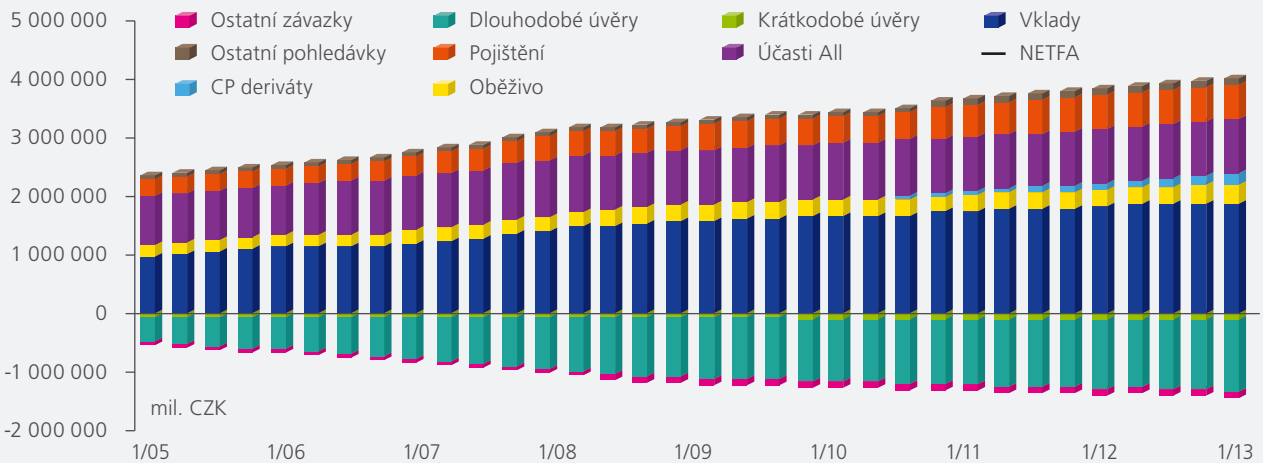
analytiků, když nebyla schopna včas reagovat na škodlivé důsledky deflace, které jsou popsány v každé bakalářské učebnici ekonomie. Tak jako centrální banka není chválena, když upozorňuje na excesivní růst cen nemovitostí v době boomu a zasáhne proti němu („Co tam všichni blázní? Vždyť to bez problému roste už šestý rok v řadě"), není to snadné ani při zásahu z opačné strany. V národě drobných střádalů, konzervativních a přirozeně opatrných na peníze (což jsou velmi dobré vlastnosti), kteří rádi nízké a ideálně stále klesající ceny všeho a riziko deflace je jim cizí, to platí dvojnásob.

Nicméně pokud je relevantní nějaké poučení z měnové historie, pak to, že centrální banka se má snažit stabilizovat nominální veličiny, zejména spotřebitelské ceny. A nedopouštět ani vysokou inflaci ani deflaci a tím přispívat k celkové hospodářské stabilitě. Zažíváme nyní jako ČNB v mnohem menším to opovržení, které si vychutnávají významné světové centrální banky už řadu let. Také náš problém je jiný a spíše lokální (viz dále). Americká centrální banka musela udělat po splasknutí všech bublin neskonale víc, aby stabilitu nominálních veličin v USA (a zprostředkovaně i ve světě) zajistila. A pokud by nečinila, jistě by dnešní svět vypadal zatraceně jinak a nepochybně zejména pro ty nejvíce nadávající hůř.

Ve špatných časech bývají centrální banky opovrhovány za své akce. Pokud ale nečiní nic, v delším období jsou oprávněně pouze nenáviděny. A historií zostuzeny. Zejména pokud opakují stejné chyby. Jak jsem psal jinde, hospodářské dějiny na hodnocení role centrálních bank ve vyspělém světě po této krizi teprve čekají. Malá kapitolka přitom zřejmě může být napsána i o švýcarské či české centrální bance, byť problém ČNB je zkrátka se světem nesouměřitelný, snad s výjimkou toho, že jsme již jako mnohé vyspělé země narazili na omezení nulové úrokové sazby. Alespoň je ale vidět, že řešíme operačně podobné problémy jako vyspělý, nikoli rozvíjející se svět, byť to je pro Čecha jen malá útěcha.

10. K lekcím z debaty – Pokud mohla existovat pochybnost o deflačních očekáváních postupně zabudovávaných samovolně do této ekonomiky, tak bouřlivá reakce na měnový krok ČNB spíše naznačuje, že tato hrozba byla nejen reálná, ale mnohem silnější, než se zdálo. Stáváme se postupně „ekonomikou ve slevě" či „ekonomikou ve výprodeji". Hospodářstvím, kde, jak vtipně říká můj kamarád, pomalu každé jednání začíná otázkou: „kolik mi slevíte proti loňsku?", či „jakou dostanu slevu proti poslednímu obchodu, co jsme spolu dělali?" Hospodářstvím, ve kterém nízká cena je ještě důležitějším faktorem než kdy dřív (a to my Češi jsme zatraceně loajální k nízkým cenám), v němž si každý, kdo poskytuje zboží a služby, stěžuje, že za ně dostává míň než dřív či stěží tolik co dřív (ptejte se právníků, auditorů, účetních, učitelů cizích jazyků, konzultantů, poradců, střední třídy a koneckonců všech, kteří prodávají svou práci atd.). Všichni máme rádi slevy, ovšem někdy krátkozrace nedoceňujeme, že dnešní slevu dostat, znamená zítra slevu muset dát, a to slevu v ceně mé práce (koneckonců bohaté země jsou ty, kde je lidská práce drahá, ne levná). A opravdu to vše není žádný znak technologického pokroku, to je poptávkový fenomén. Hysterie ohledně megazdražování ze zásahu ČNB vypovídá něco o stavu nás všech. Ničemu nevěříme, s výjimkou zpráv, které potvrzují náš předsudek, že všechno neskutečně zdraží. Přitom ČNB se snaží jen zespodu dostat k cenové stabilitě, tj. k nízké kladné míře inflace, kterou tady nikdy nikdo neřešil a které si ani v budoucnu nebude nakonec všímat. Čili centrální banka už skutečně „láme" deflační očekávání. A logicky za to musí pykat. Bývá napadána, že je zcela odtržena od reality. Je to jistě nadnesené, lidé v centrální bance žijí prozaičtější životy, než se zdá, ale v jednom důležitém bodě se skutečně za poslední léta od zbytku ekonomiky vzdálila či spíše ekonomika se vzdálila jí. Centrální bance totiž zůstal dlouhodobý horizont uvažování, zatímco horizont uvažování jiných ekonomických subjektů se postupně zkracuje. Investiční, spotřebitelská i vládní rozhodnutí cílí na stále kratší horizonty

Stav čistých finančních aktiv domácností



a jsou vedena snahou pokud možno na té příští faktuře zaplatit míň, dál se uvidí. Proto je pro dlouhodobě uvažující centrální banku definičně obtížné přesvědčit o něčem nebezpečném, co bude bolet až v budoucnu, své okolí, tedy subjekty, jejichž horizont úvah končí zítra. Proto se najednou všichni po zásahu ČNB v čisté exportní zemi – která má obchodní přebytek i s Německem, s nímž má jinak většina světa schodek – cítíme do jednoho jako importéři, kteří vše dováží.

Opatrnostní motivy, spekulativní motivy, nejistota, nedůvěra všech ve všechny, v budoucnost, v sebe, ve veřejný sektor, to vše se dále a dále zesiluje a má skutečně další deflační potenciál. V jakém okamžiku pak má centrální banka konat? Když budou ceny padat o 2 %? O 3 %? V žádném nebude zásah populární, v každém okamžiku bude většina říkat, že obrat jí nevyhovuje, protože se přizpůsobuje slabé kupní síle a nižším příjmům, které dostává jako důsledek předchozí zákruty téže deflační spirály. Když se všichni cítí být chudí a o své chudobě se přesvědčují a utvrzují se v ní i svým spotřebním a investičním chováním, tak nakonec zchudnou. Ekonomie je věda o tom, co se odehrává v našich hlavách. A pokud skutečně budeme „poptávat" nízkou ekonomickou aktivitu, tak jí taky dosáhneme se všemi důsledky. Přitom čistá finanční aktiva domácností (všechny finanční aktiva, která domácnosti vlastní snížená o výši jejich dluhů) i v těchto špatných časech nadále rostou (černá čára na grafu dole). To samozřejmě platí v průměru, je jasné, že se to netýká všech a všude. Pokud tak v tomto okamžiku centrální banka otočí tato nebezpečná očekávání zmaru, pak i za cenu, že se na ni bude nadávat a že na ni každý ledasco svede, stále plní svou úlohu. Její představitelé jsou dost slušně placeni za to, aby to v zájmu delšího horizontu snesli. Chtělo by se dodat: omluva, že injekce trochu zabolí, ale nedělat nic by mohlo bolet časem víc. Centrální banka nechce ekonomiku připravit o kotvu cenové stability, je nadále tou konzervativní starou dobrou ČNB, kterou vždy byla. Chce jen tu kotvu ekonomice vrátit a udržet celou loď stabilní.

Vladimír Tomšík
viceguvernér ČNB

Vítězem bude český občan

(Právo, 16. 12. 2013, strana 19, rubrika Trhy & ekonomika)

Nežiji mimo zdejší realitu a plně si uvědomuji, jak rodiny s nižšími příjmy a zejména starší spoluobčané vnímají oslabení koruny. Zároveň chápu jejich reakce na šířící se často až poplašné zprávy o zdražování zboží, zejména toho ze zahraničí.

Přiznejme si však, že české hospodářství na tom už několik let není dobře. Česká národní banka se již pět let snaží tuto situaci řešit snižováním úrokových sazeb. Po vyčerpání této možnosti musela ČNB slabé ekonomice ohrožené trvalým poklesem cen, mezd, platů a důchodů (tzv. deflační pastí) naordinovat lék, který sice v krátkém období vyvolává bolestivou reakci v podobě vyšších cen dováženého zboží, ale v období několika čtvrtletí tento lék zabere a ekonomika se začne uzdravovat. Navíc ne všechno zboží je z dovozu. Máme v mnoha případech srovnatelné české výrobky.

Kdybychom v ČNB nic nedělali a již několik let nešlapali na pedál podporující stabilní vývoj hospodářství, tak by se ekonomika dál propadala, lidé by ztráceli zaměstnání a začaly by se snižovat nejenom ceny, ale i hodnota majetků domácností, včetně nemovitostí. Přibývalo by nezaměstnaných a stále více zboží by v obchodech leželo ladem. Každý z nás je sice rád, pokud nám klesají ceny nakupovaného zboží, ale to pouze do té doby, než si uvědomíme, že klesá také odbyt, podniky se zavírají a lidé přicházejí o práci. Neustálý pokles cen zboží a služeb dlouhodobě nevede k tomu, že se lidé mají jenom lépe. Pokles cen si dříve či později musí vynutit i pokles mezd, platů, důchodů a všech sociálních dávek. Pouze dluhy zůstávají.

Ten, kdo říká, že trvalý pokles cen a mezd není špatný, by si měl uvědomit, že průměrná česká čtyřčlenná domácnost má dluh 500 tisíc korun a deflační past by ji dříve či později přivedla do neřešitelných problémů. Nejvíce to platí pro nízkopříjmové skupiny obyvatelstva, které nemají úspory a často mají jen dluhy.

Nelze zpochybnit, že oslabení koruny podpoří české výrobky nejenom na našem trhu, ale zvýší i jejich konkurenceschopnost v zahraničí. V malé a otevřené ekonomice, jakou je ta naše, má takový krok svůj velký smysl, jelikož podpora vývozu je vlastně podporou výkonnosti české ekonomiky. A tedy i zásadním příspěvkem k zachování pracov-

ních míst. A to je to, o co ČNB jde – stabilizovat vývoj cen, podpořit českou ekonomiku a zachovat pracovní místa.

Každý z nás se dívá na svět jinýma očima. Ale základní fakta nelze popřít. Za prvé žádné rychlé a bezbolestné řešení pro dlouhodobě slabou českou ekonomiku neexistuje. Za druhé naše úspory, majetky, nemovitosti nepřepočítáváme každý den do cizí měny, naopak spoříme a platíme účty v korunách, takže prostým oslabením koruny jsme nezchudli. Za třetí žádné celoplošné a dramatické zdražování se konat nebude. Příští rok ceny v průměru porostou jen o 1,3 procenta. To bude druhá nejnižší inflace za posledních 10 let. A konečně za čtvrté oslabení koruny podpoří české výrobky, český export, a tím i celou českou ekonomiku.

Miroslav Singer
guvernér ČNB

Kurz pustíme, až nám posílení nebude vadit

(Hospodářské noviny, autoři Martin Jašminský a Miloš Čermák, 6. 1. 2014, strana 12, rubrika Česko)

Miroslav Singer, guvernér České národní banky o oslabení měny, víře v pozitivní vývoj ekonomiky a o tom, proč má Homer Simpson výhodu proti bankovnímu dohledu. Guvernéra Miroslava Singera čeká rok, v kterém bude centrální banka držet kurz koruny u hranice 27 korun za euro a bránit případným tlakům na jeho posílení. „Jsem rád, že jsme učinili to, co jsme učinili, že jsme našli odvahu nečekat, až k tomu budeme dofackováni vývojem," reaguje guvernér na výtky řady kritiků intervencí. Zjevně platí, že doma nikdo není prorokem, protože intervence měly pozitivní ohlas u zahraničních odborníků a guvernérovi pomohly k prestižnímu ocenění.

HN: Získal jste ocenění časopisu The Banker ze skupiny Financial Times jako nejlepší guvernér v evropě. Mimo jiné za intervence na oslabení koruny. Je to s ohledem na řadu negativních reakcí v Česku pro vás satisfakce?

Jako satisfakci to nevnímám. Rozdílné vnímání intervencí u nás a vnější analytickou obcí je pro nás zřetelné od chvíle, kdy jsme s tím začali. Velcí hráči věděli, že ten krok je avizovaný a že pravděpodobnost intervencí stoupá, takže pro ně to žádné překvapení nebylo. Debaty o tom, co má centrální banka dělat, když jsou sazby na nule, také nejsou žádná novinka na trhu. Pro mě to v tomto smyslu satisfakce není.

HN: Berete to tedy hlavně jako ocenění za intervenci proti koruně, za odvahu to udělat?

Tato cena se dává za nějakou reakci ve složité situaci, kterou porota považuje za správnou. Přede mnou ji dostal turecký guvernér, který musel dělat ve složité situaci několik zdánlivě protichůdných opatření naráz. My jsme viděli, že jsme od podzimu 2012 na úrovni nulových sazeb, a srozumitelně jsme říkali, že jsme v případě potřeby dalšího měnového uvolnění připraveni použít kurz. A když k tomu situace nazrála, tak jsme to udělali. Během té roční přestávky jsme uvnitř centrální banky debatovali, jak to provést. Jestli jen stanovit úroveň, pod kterou reagovat, nebo zda kurz ovlivňovat skoro jako úrokovou míru. Alternativou mohla být záporná úroková míra, což je ještě méně konvenční, ale u nás to nemá smysl, protože v systému je dostatek likvidity. Také pumpování dalších peněz do systému by nic nepřineslo.

HN: Je pravda, že jste prosazoval intervence už dříve?

Nezveřejňujeme,jak kdo hlasoval,ale v záznamech z jednání si můžete přečíst, že se někteří členové bankovní rady vyslovovali pro to, abychom to učinili dříve.

HN: Co přesvědčilo ty, kteří byli dříve proti?

Někteří si uvědomili, že nutnost tohoto kroku stoupla, a to ze dvou důvodů. Laické účastníky debaty jsme v průběhu té doby do jisté míry ukolébali. Celý rok jsme intervenovali slovně a kurz jsme jako na niti drželi od posilování. A postupně jsme dělali i jiné kroky. Například jsme přerušili odprodej výnosů z devizových rezerv, což tlačí na posilování měny. Po každé bankovní radě jsme se snažili oznámit něco, co by trhy připravovalo na to, že se k tomu zásahu blížíme a že to myslíme vážně. Skuteční hráči na trhu tomu rozuměli. Zažili to jinde, vědí, co to znamená, a věděli, jaké jsou obavy z pádu do delšího deflačního období. Ale na podzim to přestávalo fungovat a pro většinu bankovní rady bylo zřetelné, že už nemáme co nového udělat kromě intervence. A v té chvíli trh začal spekulovat na to, že se intervenovat nebude. To byl první zásadní moment. Druhý byl, že situační zpráva ukázala, že potřeba uvolnit měnovou politiku dramaticky stoupla. Kdybychom trhům oznámili, že potřeba intervencí stoupla, a neudělali to, tak by to podle mého názoru mělo na kurz negativní dopad. Ještě do Vánoc by posílil a teď bychom čelili křiku exportérů, že jsme něco slibovali, a neudělali. To se stalo Švýcarům, kteří čekali dlouho a museli kurz oslabovat ne o pět, ale o dvacet procent, protože jim před zásahem posílil. To by byl pro ekonomiku větší šok a také by to bylo dražší v důsledku většího nárůstu devizových rezerv.

HN: Jak si vysvětlujete, že intervence poměrně silně kritizovali i mnozí exportéři, kteří dříve kritizovali posilování kurzu? V čem se jejich situace změnila?

Sdružení exportérů to jednoznačně přivítalo. Ale to, že nesouhlas byl mediálně hlasitější, je také dané tím, že nesouhlas s centrální bankou je mediálně zábavnější než souhlas. Byl v tom ovšem i další moment. To, že jsme stabilitu kurzu nějakou dobu drželi, tak to zvnějšku vypadalo poměrně udržitelně. Někteří exportéři říkají, že byli zajištěni a utrpěli ztrátu. Ne. Kdyby byli zajištěni, tak nemohla změna kurzu změnit jejich výsledek. Oni de facto, ať vědomě či nevědomě, byli přezajištěni, takže vlastně spekulovali na to, že k intervenci nedojde a kurz posílí. A také asi na začátku ne všichni pochopili, že závazek nepustit kurz pod určitou hranici je platný na delší dobu. Někteří si mysleli, že to nemůžeme udržet, což je nesmysl. Centrální banka je schopna oslabit kurz své vlastní měny v míře, v jaké chce, a na jak dlouho chce. Tam není limit.

HN: Chcete kurz kolem 27 korun za euro, ale koruna oslabila více, i přes 27,50 za euro. Budete to ignorovat, nebo při silnějším oslabení může přijít nějaký zásah?

Určitě to sledujeme a budeme vývoj kurzu vyhodnocovat. Může to znamenat, že si trh myslí, že k dosažení inflace, která nebude dramaticky od cíle, nebo dokonce v záporných číslech, je potřeba slabší kurz. Nebo to může znamenat krátkodobé spekulace a pak by měnová politika byla zbytečně uvolněná. Pokud by to byl ten druhý případ, tak samozřejmě, aniž bych měl pocit, že jsou teď naše devizové rezervy nějak excesivní, můžeme debatovat o tom, že jsme bez problémů fungovali s nějakým objemem devizových rezerv před zahájením používání kurzu. Lze tedy diskutovat, zda se z těch rezerv nedá kus použít. Ovšem v této chvíli není na tuto debatu dostatek seriózních dat. Říkali jsme, že chceme kurzem dodat i kus stability ekonomice a měl by být poblíž 27 korun za euro delší dobu. Abychom měnili tuto hladinu, to by muselo v ekonomice dojít k dramatické změně situace.

HN: Co si myslíte o názorech, že vystoupit z tohoto režimu bude komplikované a že může dojít ke skokovému posílení měny?

Reverze jednoho směru měnové politiky je vždy obtížná. Stejné spekulace zažíváte na téma vystoupení z nízkých úrokových sazeb. Priorita cíle je pro centrální banku důležitější vodítko než to, co bude, až bude. Ale špatně se mi vnímá ta část debaty, která říká, že centrální banky znevěrohodňují vlastní měny, a tudíž bude pro ně obtížné to posilování. To nejde dohromady, to není logicky konzistentní úvaha. Budeme z toho režimu vystupovat až ve chvíli, kdy nám posílení měny nebude vadit. Jinak řečeno, až bude třeba přiblížit se inflačnímu cíli shora.

HN: Jak to bude probíhat reálně? dáte avízo s předstihem třeba čtvrt roku, kdy už kurz nebudete podporovat?

Bude to podobné, jako když trh připravujeme na jakoukoli změnu úrokových sazeb. Začneme říkat, že u inflace narůstají rizika směrem nahoru a že je možné, že přijde přitvrzení měnové politiky. Nejsme samozřejmě schopni udělat ten přesný závazek na nějaký konkrétní den příslušného měsíce i proto, že ten daný den o tom budeme hlasovat. Trh ale bude mít včas informace o tom, že rizika narůstají opačným směrem, a bude mít informaci, že to začínáme reflektovat.

HN: Takže po nějakém zasedání bankovní rady vystoupíte a řeknete, že při opačném pohybu kurzu už ČNB nebude reagovat?

To je pravděpodobná možnost. A tomu budou předcházet různé mezikroky. Tam je ale ještě jiný faktor, který si mnozí dost jasně neuvědomují, protože hodně debat se točí kolem dobrých výsledků bilance zahraničního obchodu. Ty dobré výsledky jsou mimo jiné tažené tím, že tu klesají investice. Investice jsou dovozově nejnáročnější věc, kterou naše ekonomika zná. Dovozová náročnost investic je asi 85 procent. Čili v okamžiku oživení ekonomiky se oživí i důvěra firem. Začnou investovat, protože se nebudou obávat, že jim budou klesat ceny. Pak zahraničněobchodní výměna může vypadat výrazně jinak. Obecně je debata tažena teoreticky naprosto chybným konceptem toho, že existuje něco jako rovnovážný nominální kurz. Rovnovážné jsou jen reálné veličiny. Rovnovážný je jen reálný kurz. Abych to řekl srozumitelněji, kurz, který je konzistentní

s desetiprocentní inflací nebo s minus pětiprocentním poklesem cen, je zcela jiný než kurz, který je konzistentní s kolísáním kolem inflačního cíle. Otázka, jakou dnes určitě debatují sofistikovanější hráči na trzích, je, jaký kurz je konzistentní s dlouhodobějším oživením české ekonomiky a současným naplňováním inflačního cíle, jak ho máme stanoven.

HN: Jaký očekáváte letos vývoj ekonomiky?

Docela pozitivní. My si myslíme, že inflace bude dramaticky nízká i po tom, co se stalo. Ten předpoklad je v tuto chvíli zhruba 1,3 procenta, což by byla druhá nejnižší průměrná inflace za dekádu. Očekáváme postupné oživení a v tomto smyslu i postupný nárůst důvěry všech ekonomických subjektů a tím i návrat v druhé půlce roku k vyšší míře investičních aktivit.

HN: Jak vaše rozhodování loni ovlivnil vývoj v politice?

Nijak.

HN: Vůbec to nehrálo žádnou roli?

Já jsem přišel do centrální banky před osmi a půl lety a jednou z prvních změn měnové politiky, kterou jsme učinili, bylo snížení sazeb pod úroveň sazeb ECB. Dokonce i v bankovní radě jsme tehdy řešili názory, že se zhroutí nebesa, že všichni využijí českou korunu k nákupu eur a že za dva týdny budeme v panice. Zajímavé z hlediska politiky je, že jsme toto rozhodnutí činili myslím den poté, kdy totálně levicový blok podpořil setrvání Stanislava Grosse ve funkci premiéra a Poslanecká sněmovna mu nevyslovila nedůvěru. My jsme se o tom na tehdejší bankovní radě vůbec nebavili. Politika je skutečně daleko a ovlivňuje ekonomiku v dlouhodobějším horizontu než měnová politika.

HN: Novým členem bankovní rady bude Jiří Rusnok. Jakou do budoucna očekáváte proměnu ČNB, která byla vnímána jako euroskeptická a kterou bude obměňovat prezident Miloš Zeman, který je spíše eurooptimista?

V každém případě je to poslední změna před mou výměnou. Mně končí druhý mandát, takže už pokračovat stejně nemohu. Jednu z věcí, kterou jsem se ve své kariéře naučil, je nemluvit svým nástupcům do toho, co dělají. A když už veřejně, tak jen pochvalně. Považuji to za normální slušnost. Pokud jde o to vymezení se vůči Evropě, tak na úrovni centrální banky je to vymezení mnohem konsenzuálnější, než se jeví. Ono je z praktického hlediska mnohem důležitější, co jsme si vyjednali při dohadování o vzniku jednotného bankovního dohledu. Že můžeme mluvit i do chování poboček a do toho, zda se chce nějaká banka přeměnit na pobočku. To považuji za důležitější, než jestli do eura vstoupíme v roce 2019, nebo 2020. Vlády musejí respektovat fakt, že jsme věřitel evropských finančních skupin, vklady našich občanů jsou využity i na úvěry mateřským a sesterským bankám v míře, kterou nám zatím poměrně silně dovoluje omezovat evropská legislativa.

HN: Kolik má náš bankovní sektor v zahraničí?

V poměru k velikosti našeho bankovního systému jde o malou část. Celková hrubá expozice investičního a obchodního portfolia pěti největších domácích bank na jejich mateřské skupiny se v posledních letech pohybuje kolem 100 miliard korun. A aktiva celého bankovního sektoru jsou kolem 4700 miliard korun. Pro nás jsou významné dvě věci. První je, že máme možnost říci, že se to zvyšovat nebude, a druhá je ještě důležitější, že máme možnosti, jak případným převodům peněz, třeba na sanaci ztrát bank v zahraničí, zamezit. Ptali se mě na to často v televizi v roce 2008 po pádu Lehman Brothers a nedovedu si představit, že bych lhal a říkal, máme to v rukou – a neměli. Tohle se hodně snažíme vysvětlovat zahraničním partnerům, kteří se nás ptají, kde vidíme problém. A my jim vysvětlujeme, že by to byl jejich problém, pokud bychom dotazy na bezpečí českých vkladů museli odkazovat do Bruselu, do Vídně nebo do Paříže. Banky by pak mohly ztrácet hodnotu, protože to není primárně o běžných lidech, ale pokud znejistí korporátní treasury manažeři, převedou peníze jinam a bankám byznys uteče.

HN: Jak se v tomto ohledu díváte na myšlenku zavedení sektorové daně pro banky?

Centrální banky nejsou obecně touto myšlenkou nadšené. Je to prostě součást politiky. Nemám-li důvod se domnívat, že určitý sektor má nějakou vnitřní ohromující výhodu, tak to nedává smysl. A banky takovou výhodu nemají. Banky žijí na konkurenčním trhu, i u nás už jim klesají zisky, požadavky na navýšení kapitálu jsou nepříjemné, přicházejí nové banky. Nemyslím si, že daňová politika dělaná na základě toho, jak ty věci vypadaly v minulosti, vede k úspěšným výsledkům. Ale je to výsostné hájemství politiky a od nás může zaznít pouze odborný názor.

HN: Teď tady máme živý případ krachu kampeličky, Metropolitního spořitelního družstva, které je zhruba s 12 miliardami vkladů největší z kampeliček. Proč bankovní dohled ČNB nezasáhl dříve?

Vždy je teoreticky možné ptát se, zda nešlo zasáhnout dříve, když už víme, jak to dopadlo.

HN: Proč se to nedaří?

Existuje několik limitů. Ten základní je, že bankovní dohled není springfieldská jaderná elektrárna. Vedle toho, že v dohledu samozřejmě sedí kvalifikovanější odborníci než Homer Simpson, tak tam především neběží informace o transakcích kampeliček v reálném čase na obrazovkách a nikde není červené tlačítko umožňující takové transakce před jejich provedením zastavit. Dohled o nich dostává informace až ex post.

HN: A ten další limit?

Druhá věc je, že obecně dohled je schopen zachytit chybný management, ale může jít o chování v dobré víře. Musím se přiznat, že co jsem četl ve spise o této kauze, u níž už rozhodnutí nabylo právní moci, tak nejsem úplně přesvědčen, že tohle je tenhle případ. Tohle není případ, že by se v dobré víře jenom špatně řídila firma. Ten spis je jeden z nejdelších, jaký jsem kdy měl v ruce, a odborný útvar o sankcích i odebrání licence rozhodl správně. To, co se v tomto případě dělo, sankcionuje většinou ex post trestní procedura.

HN: Když to přeložíme, tak tam nejspíš docházelo ke kriminálnímu chování. To nelze zjistit dříve, než kampelička doroste do rozměru dvanácti miliard?

Sektor kampeliček má zhruba 44 miliard a představuje asi procento celé české finanční soustavy. Z tohoto pohledu je to velmi malé. Ale v sektoru kampeliček už tak máme nasazenou asi třetinu všech zaměstnanců bankovního dohledu, což je hodně. Má to i druhou dimenzi. Nemůžeme se k tomuto sektoru chovat dramaticky jinak než k jinému. Při rovnosti vlastnických forem ho nemůžeme dozorovat jinak než banky, penzijní fondy nebo obchodníky s cennými papíry. Že bychom najali šest set lidí, které nevím, kde bychom vzali, aby to šli řídit místo jejich vlastních managementů. Specifické na tom sektoru je, že je garantován fondem pojištění vkladů. A historicky je za tím politické rozhodnutí, že tento sektor bude existovat v této právní podobě, což je věc, proti níž se vymezujeme už řadu let. Jinak není systémově příliš významný.

HN: Jaký bude mít na kampeličky dopad změna zákona, která zpřísňuje podmínky pro jejich fungování?

Neublíží, pomůže, ale uměl bych si představit mnohem razantnější postup. Mně se zdá, že ten sektor fungoval velmi dobře, dokud měl vklady pojištěné v menší míře než banky. Lidé si na své peníze dávali větší pozor. V okamžiku, kdy se pojištění posunulo na stejnou úroveň jako u bank, začaly kampeličky konkurovat nabídkami vyšších úroků. A pracovníci v kampeličkách podcenili, že úroky mohou začít klesat. Klesly jim možnosti, jak vklady zhodnocovat, a dostali se do situace, kterou vůbec nečekali. Že prostě nejsou schopni platit čtyři procenta, když se na trhu peníze zhodnocují pod jedno procento, protože se dramaticky uvolnila měnová politika. Můžete na to reagovat mnoha způsoby. Buď v takové situaci podáte návrh na konkurz, nebo hodíte flintu do žita a rozhodnete se, že „každej měsíc je dobrej". Jaká je z toho cesta ven? Nějakým způsobem vrátit vyšší míru rizika těm, kteří tam dávají peníze. Neměnit smlouvy, které existují, ale nové vklady by měly být přijímané už za jiných podmínek.

HN: Budete tyto změny iniciovat?

Až se setkám s novým ministrem financí, jistě tohle bude téma.

HN: Že třeba nebudou vklady v kampeličkách pojištěny v daném limitu do sta procent?

Řeknu to jinak. První návrh řešení kyperského problému zjevně legitimizoval daň z garancí vkladů. Už pět procent naprosto změní úvahu vkladatelů. To je podle mě systémové řešení. Ten sektor je rizikovější, není systémově významný, nechť existuje, ale ať v něm nejsou vklady garantované stejně jako v bankách.

HN: Guvernér je pozice, která si drží u veřejnosti jistou úctyhodnost. Cítil jste po intervenci nějakou změnu? Že na vás ve vaší oblíbené hospodě v dejvicích lidé křičeli, že kvůli vám přišli o peníze a mají teď dražší pivo?

Pivo bylo ovlivněné minimálně, možná na rozvozu, a tam cena pohonných hmot stoupla o jeden a půl procenta.

HN: Takže pivo v pohodě?

Pivo ano. Ale samozřejmě mi přišly nějaké e-maily. Já si naštěstí vždycky uvědomoval, že pozice guvernéra centrální banky je populární spíše výjimečně.

HN: V Česku měla vždy dobrou pozici.

Ne vždycky. V zásadě posledních deset let si nikdo pořádně neuvědomoval, že centrální banka existuje a že někdy musí ten vývoj razantně ovlivnit. V letech 1997 až 2000 to tedy byly úplně jiné kapky. Ale i ve světě mají guvernéři jiné pozice. Teď jsem se bavil s irským kolegou, který mi řekl, že měl pět měsíců permanentní demonstraci před centrální bankou.

HN: Byly i nepříjemné situace? Něco, co vás překvapilo?

Tak určitě ta věc, že jsme prý intervencí pomohli PPF. To mě rozčílilo. Nekradu, nemám to zapotřebí, a nemám zapotřebí poslouchat takovéhle řeči.

HN: Překvapila vás kritika od Václava Klause, která byla docela silná?

Nijak zvlášť. Václav Klaus v podstatě není smířen s tím, jak fungují centrální banky. A nelze nevidět, že se zajímá o nějakou pozici na pravé části politického spektra, kde to „central bank bashing" (kritika centrálních bank) je součástí určité části politického programu. Zrovna tentokrát mě ta kritika nijak zvlášť nepřekvapila.

HN: Jako bankéř jste tedy spokojený?

Jsem rád, že jsme učinili, co jsme učinili, že jsme našli odvahu nečekat, až k tomu budeme dofackováni vývojem.

Mojmír Hampl
viceguvernér ČNB

Euro pro nás není prioritní téma

(Týden, autor Jiří Štefek, 13. 1. 2014, strana 54, rubrika Ekonomika)

Viceguvernér České národní banky Mojmír Hampl ke kritice intervencí od prezidenta Miloše Zemana a jeho předchůdce Václava Klause říká: „Osobně jsem čekal negativní reakci ze strany politiků mnohem silnější."

Od intervence proti silné koruně už uplynuly dva měsíce. Kdy budou vidět první dopady?

Já bych byl opatrný s užíváním pojmu „intervence", který by mohl budit dojem, že někdo neustále prodává nebo nakupuje. Použil bych raději obrat „použití kursu jako dalšího nástroje měnové politiky". Naše nákupy trvaly jen pár dní a od té doby na trhu nejsme.

Protože všichni vědí, že kdyby kurs spadl pod 27 korun za euro, tak na trh opět vstoupíte.

Ano, my jsme řekli, že nedopustíme přílišné posilování koruny pod tuto úroveň.

A kdy budou vidět první dopady?

Není to jako u úrokových sazeb, kdy se změna projevuje v horizontu až osmnácti měsíců. U kursu je to trochu rychlejší. Nicméně efekty se v ekonomice už projevují. Zhodnotit to budeme moci, jakmile dosáhneme cílů v oblasti, které jsme si stanovili.

Prozradíte, jak jste při onom listopadovém zasedání hlasoval?

Budu zcela a jasně držet standard, jaký mají u podobných opatření centrální banky v zahraničí. Tedy rozhodnutí, kde bude uvedeno, jak kdo jmenovitě hlasoval, bude zveřejněno za šest let. Nevím, proč bychom měli být jedinou centrální bankou, která by postupovala jinak.

Ptám se proto, že se o vás šuška, že vy jste byl jazýčkem na vahách. Že jste dodal potřebný čtvrtý hlas.

Musím odkázat na předchozí odpověď. Ale dodám k ní něco, co zapadlo, když měnovou politiku ještě nikdo neřešil. O tom, zda zahájit použití kursu jako alternativní nástroj, už centrální banka před 7. listopadem několikrát hlasovala. To nebylo tak, že by se toto téma zjevilo najednou. My jsme ho několikrát transparentně komunikovali. Že to nikdo nebral nebo nechtěl brát vážně? Pak to ale není chyba vysílače.

Byl stav české ekonomiky takový, aby si vyžádal takto silný zásah?

No, silný. Já se vždycky vracím k okamžikům v nedávné minulosti, které mnozí už nepamatují nebo je ani nevnímali. V minulých letech se koruna opakovaně pohybovala o více než čtyři nebo pět procent. V této souvislosti dávám za příklad léta 2008 a 2009, kdy koruna během několika měsíců oslabila až na 29 korun za euro, tedy o více než dvacet procent. Nepamatuji se, že by se o tom psal byť jeden jediný článek (jen časopis TÝDEN o tehdejším prudkém oslabení koruny kvůli nesprávným informacím zahraničních médií a analytiků cizích bank informoval dokonce několika články, pozn. red.). Rozsah toho opatření proto nelze označit za excesivní, neuvěřitelně velká ale byla reakce mediální. A jestli bylo potřeba další uvolnění měnové politiky? Odpovědí je samo rozhodnutí. Česká národní banka byla přesvědčena, že ano.

Neobáváte se, že se dostaví pravý opak? Tedy že lidé nebudou více utrácet, ale naopak budou na penězích ještě více sedět?

To, že řadu lidí může naše rozhodnutí vést k nějaké míře otázek, si bankovní rada i odborný aparát ČNB uvědomoval. Obecně lze říci, a nevím, jestli si to všichni uvědomují, že když se měnová politika uvolňuje, vždy přináší do ekonomiky nepatrné a nepozorované zdražování. To se tady děje od roku 2008, kdy jsme začali se snižováním úrokových sazeb. Rozdíl je jen v tom, že jsme tentokrát použili ne úplně standardní, ale stále konvenční nástroj. A široká veřejnost si toho více všimla.

Guvernér ČNB Miroslav Singer získal za intervenci cenu pro nejlepšího guvernéra Evropy. Podle jeho slov je to ocenění práce i jeho kolegů. Cítíte se tím poctěn?

Jestli přímo poctěn, to nevím. Tato cena se uděluje pravidelně, dlouhodobě ji známe. Porotci sledují situaci v jednotlivých zemích. Je to tedy velmi znalé a poučené publikum hodnotitelů, toť vše.

Rozhodnutí bankovní rady má i řadu odpůrců. Mezi nimi je například prezident Miloš Zeman i jeho předchůdce Václav Klaus. Ten přitom dnešní bankovní radu jmenoval. Co tomu říkáte?

To, že se část politické nebo bývalé politické elity postaví k tomu kroku spíše odmítavě, bylo něco, s čím bylo třeba počítat. Je to potvrzení všech učebnicových tezí o vztahu politiků a centrální banky. Osobně jsem ze strany politiků čekal mnohem silnější negativní reakci. Toto je totiž přesně typ rozhodnutí, které je krátkodobě nepopulární a efekty přináší ve střednědobém až dlouhodobém období. Je to tudíž pro politickou elitu velmi jednoduchá věc k vymezování.

Guvernér Singer zásah hájil i tím, že zvýší roční objem hrubého domácího produktu až o 70 miliard korun a třiceti tisícům lidí získá práci. Není to příliš smělé?

Ne, není. Je to očekávání, které je dáno naším modelovým aparátem a jež vedlo naše rozhodování v minulosti. Pokud toto očekávání připadá někomu příliš optimistické, fajn. Mně přijde logické, když vezmu v potaz, že Česká republika je malou otevřenou vývozní ekonomikou. Když jsme udělali tento krok, měl jsem najednou dojem, že všichni v této zemi jsou jen dovozci. Představa, že dopady našeho opatření budou ve středním a dlouhodobém horizontu jen negativní, se míjí se znalostí samé podstaty ekonomiky. My systémově musíme uvažovat v delším horizontu, než je horizont příštích zpráv, příštího komentáře. Jestli to znamená, že jednou za čas musíme ustát nějakou míru kritiky nebo nadávek, dobrá, i to je součástí naší práce.

Jenže běžní lidé uvažují jinak. Například vidí, že jim vaše rozhodnutí zdražilo dovolenou nebo elektroniku z dovozu, byť někteří obchodníci si přirazili o více, než museli.

Spousta věcí se v takovém okamžiku svede na centrální banku. Ale pokud ta reakce povede k tomu, že si všichni ukotví inflační očekávání a nebudou nadále očekávat, že ceny budou jen klesat, že nebudeme nadále „ekonomikou ve výprodeji", tak centrální banka splnila svoji roli. Je jasné, že za to platíme nějakou daň, ale kdybychom se o to nepokusili, zaplatí ekonomika ve střednědobém a dlouhodobém období daň mnohem větší. Pokles mezd, příjmů firem i státu, časem pokles důchodů a pevných dávek a rostoucí břemeno dluhů pro nejzadluženější, tedy nejchudší, to jsou ty dlouhodobé důsledky deflace.

Jak se rozhodnutí ČNB projeví na kondici vývozu z krátkodobého a dlouhodobého horizontu?

Očekáváme, že toto opatření domácímu exportu a stejně tak HDP nebo zaměstnanosti prospěje. Slýchám teď od vývozců, že budou přijímat nové zaměstnance. Slyším od hoteliérů, že budou investovat do nového nábytku. Protože i to je forma exportu, když přijedou zahraniční turisté do České republiky.

Proslýchá se, že na intervenci ČNB vydělaly některé banky. Co vy na to?

Mě tohle opravdu rmoutí, štve a osobně se mě to velmi dotýká. Není to nic jiného než sprostá pomluva, která nemá autora. Nemá nikoho, kdo by k ní přidal svoje jméno. Člověk ve veřejné funkci musí mít určitou míru odolnosti. Je naprosto v pořádku, že člověk musí skousnout celou řadu nadávek, urážek, kritiky či nepěkných e-mailů. To je součást hry. Není ale povinností nikoho nechat na sebe plivat něco, co je opravdu sprostá lež. Tohle se mě hluboce dotýká.

Jak vyznívá rozhodnutí ČNB v evropském nebo celosvětovém kontextu? Nevstoupila tím banka do měnové války?

Už v minulosti jsem použil termín, že mnohé centrální banky spustily nebo že hrozí spustit „atomové tlačítko". Ale pozor, já říkám, že pro mě spuštění atomového tlačítka je okamžik, kdy nezávislá centrální banka začne přímo financovat vládu. To je něco, co dělat nemá. To tady nenastalo a doufám, že ani nenastane. A měnová válka? Probůh, ne! Kdyby toto byl znak měnové války, tak by náš krok těžko podpořil či přímo k němu vyzýval Mezinárodní měnový fond.

Kdy by podle vás mělo Česko přijmout euro?

Všimněte si, že jsme častějším adresátem tohoto dotazu my, centrální bankéři, než ti, kteří o tom reálně rozhodnou, tedy politická elita. Všimněte si též, že mnozí horliví zastánci eura jsou mírně neupřímní, protože v čase, kdy mělo euro velké problémy, mlčeli.

Tak měla by, či neměla?

Řeknu to jinak. Jsem dlouhodobě přesvědčen o tom, že Česká republika nepotřebuje kupovat důvěryhodnost pro korunu a svou měnovou politiku zvenčí. Nepotřebuje měnovou stabilizaci formou zapojení do měnové zóny. Byl jsem o tom přesvědčen před finanční krizí a jsem o tom přesvědčen i nyní. Dlouhodobě si myslím, že to pro nás není prioritní téma. V této souvislosti bych uvedl příklad Švédska. Má podobný režim a měnovou politiku jako my. Nemá výjimku na zavedení eura, jen se tam v roce 2003 politická reprezentace zeptala veřejnosti, jestli chce zavést euro. Švédové většinově řekli Ne a od té doby se na to ve Švédsku vlastně nikdo neptá. Chtěl jsem tím říci, že existují země, které necítí toto téma jako akutní, a přesto jsou součástí Evropské unie. Prostě to pro ně není otázka života a smrti.

Vladimír Tomšík
viceguvernér ČNB

Čekání na inflačního Godota

(Hospodářské noviny, 14. 1. 2014, strana 9, rubrika Komentáře)

Centrální banky mnoha vyspělých zemí snížily úrokové sazby na bezprecedentně nízkou úroveň, v mnoha případech dokonce až na nulu, a byly vlivem nepříznivého ekonomického vývoje nuceny hledat cesty k dalšímu uvolnění měnové politiky jinými nástroji. S touto novou situací se centrální banky vyrovnaly po svém. Některé začaly nakupovat státní cenné papíry a realizovaly tak politiku kvantitativního uvolňování. Jiné měnové autority začaly od komerčních bank nakupovat nové třídy aktiv, aby jim poskytly tolik potřebnou likviditu a zároveň vylepšily strukturu portfolia jejich aktiv. Další centrální banky začaly poskytovat úvěry s delší než obvyklou dobou splatnosti, a nebo – v případě malých otevřených ekonomik – sáhly k devizovým intervencím. Našly se i centrální banky, které vyzkoušely záporné úrokové sazby. Proč to dělají? Proč raději neřeknou, že vyčerpaly svůj prostor a teď již budou čekat na to, až se ekonomická situace sama vrátí do normálu?

Za prvé, centrální banky mají zákonem jasně stanovený úkol – udržovat cenovou stabilitu. Nestabilita cen totiž znamená větší rozptyl inflace, což vede k vyšším transakčním nákladům, větším poruchám ve fungování trhu, neoprávněnému přerozdělování bohatství a v konečném důsledku k větší nestabilitě všech makroekonomických veličin. Vyšší kolísavost inflace způsobuje nestabilitu inflačních očekávání s prokazatelně negativními dopady na spotřebu, investice, hospodářský růst a zaměstnanost.

Výše inflačního cíle má však jeden důležitý vedlejší efekt, který mluví spíše pro to, aby byl tento cíl mírně vyšší, než odpovídá pouze obvyklému statistickému zkreslení při měření inflace (tj. vyšší než jedno procento). Jde o problémy spojené s bariérou nulových sazeb, při jejichž dosažení ztrácí měnová politika svůj standardní nástroj a vzniká riziko cenové nestability směrem dolů, tedy deflace. Toho si byl po vypuknutí současné finanční krize velmi dobře vědom i hlavní ekonom Mezinárodního měnového fondu Olivier Blanchard, který již před několika lety nastolil otázku, zda by nebylo pro centrální banky vhodnější usilovat o něco vyšší míry inflace, třeba kolem čtyř procent. Dlouhodobě vyšší inflace podle něj zvýší nominální úrokové míry v průměru na šest až sedm procent. V takovém případě má měnová politika daleko větší manévrovací prostor a hned tak nenarazí na bariéru nulových sazeb. Navíc vyšší inflace umožní stlačit reálné úrokové míry k nule, či dokonce výrazněji pod nulu, než je tomu při dvouprocentní inflaci. Nicméně doposud žádná centrální banka nepřistoupila k tomu, aby zvýšila svůj inflační cíl. Důvodem je zejména to, že veřejnost dnes již není ochotna přistoupit na to, že v některých letech bude inflace kvůli neočekávaným šokům třeba sedm osm procent. Navíc větší rozkolísanost inflace samozřejmě bude způsobovat i méně ukotvená inflační očekávání.

Riziko deflace

Za druhé, „vysedění" období záporných úrokových sazeb mohlo být výrazně delší a bolestivější, než si myslíme. Mohlo to být čekání na Godota, neboť existovalo reálné riziko, že bychom v období deflace a nízkého hospodářského růstu zůstali dlouhodobě. Je to totiž jedna ze základních vlastností deflace, že jakmile jednou nastane a zabuduje se do deflačních očekávání lidí, je těžké se z ní vyhrabat. V této souvislosti je naopak na místě si položit otázku, zdali ČNB nezasáhla příliš pozdě, když mnohé tržní ceny padají již několik let za sebou a jiné ceny udržovaly inflaci v okolí dvouprocentního cíle jenom kvůli deregulacím a zvyšování DPH.

Argument, že za hospodářskou recesi a dlouhodobý pokles cen nemůže restriktivní měnová politika, ale jiné faktory či složky hospodářské politiky, je sice relevantní, avšak neospravedlňuje rezignovat na další uvolňování měnových podmínek. Cílem měnové politiky je dosahovat cenové stability, a pokud tento cíl není ohrožen, tak měnová politika má podporovat hospodářský růst a vyhlazování hospodářského cyklu. Navíc ČNB dnes disponuje cennou historickou zkušeností, kdy v době zavedení cílování inflace před více než 15 lety nedoručila adekvátně uvolněnou měnovou politiku, a způsobila tak významné národohospodářské škody v podobě podstřelování inflačního cíle, slabého hospodářského růstu a zvýraznění problémů tehdejšího bankovního sektoru. ČNB za tehdejší politiku upřednostňování nízké inflace na úkor vysoké nezaměstnanosti a recese ekonomiky byla velmi hlasitě laickou i odbornou veřejností kritizována. Od této doby ČNB výrazně pokročila dopředu nejenom v oblasti kvality prognózování (prognózy již nejsou postaveny jen na krátkodobých trendových makromodelech, ale zahrnují v sobě detailní celkové rovnováhy ekonomiky), ale pokročili jsme i v oblasti (a)symetrického hodnocení (ne)plnění inflačního cíle. Jinak řečeno, nulová inflace je stejně špatně, jako by ekonomika dosahovala čtyřprocentní inflaci. A pokud by ČNB při takto vysoké inflaci nic nedělala, tak by s tím veřejnost určitě nesouhlasila.

Co do budoucna?

Existuje nějaká alternativa k dnes používaným měnovým režimům v podobě cílování inflace, cílování měnové zásoby či udržování pevných kurzů, která by umožnila vyhnout se bariéře nulových sazeb? Ekonomická teorie již dříve uvažovala o cílování agregátní cenové hladiny či nominálního HDP. Nicméně doposud k tomu v žádné vyspělé (natož pak konvergující) ekonomice z řady dobrých důvodů nedošlo.

Další, dnes nejčastěji diskutovaná možnost, k níž sáhla ČNB, je použití devizových intervencí. V malé otevřené ekonomice, kde je nutné sledovat vývoj celkového indexu měnových podmínek, tj. úrokové míry a kurzu, to smysl určitě dává. Není proto náhodou, že ČNB již v listopadu 2012 oznámila možnost použití intervencí, pokud bude zapotřebí dalšího uvolnění měnové politiky. V české ekonomice je navíc splněn jeden základní, ale často opomíjený předpoklad pro úspěšné intervence a zajištění stability ekonomiky: domácí banky, podniky a domácnosti se nefinancují v cizí měně. Oslabení měny tak nemá finančně destabilizující dopady.

Úvahy některých ekonomů o rezignaci měnové politiky na zajištění cenové stability v podobě dosažení nízké a předvídatelné inflace rozhodně nejsou tím správným doporučením. Cena, kterou bychom za to zaplatili, by byla příliš vysoká. Kromě vyšší kolísavosti nejenom inflace, ale všech makroekonomických veličin, by se totiž výrazně zvýšilo i riziko vzniku finanční nestability. Berme jako fakt, že rezignace měnové politiky na dosažení cíle cenové stability implikuje i rezignaci na cíl finanční stability, neboť v období recese a poklesu cen rostou reálně pouze dluhy a zhoršuje se schopnost všech dlužníků splácet své závazky. Přitom není žádný důvod, proč veškerou tíhu měnové a celkové stabilizační politiky přesouvat pouze na bedra úrokových sazeb, jejichž možnosti navíc ČNB již plně vyčerpala, když malá otevřená ekonomika má k dispozici i další účinný nástroj v podobě měnového kurzu.

Vladimír Tomšík
viceguvernér ČNB

Devizové intervence, peněžní zásoba a kvantitativní rovnice peněz. Jak spolu souvisejí?

(Česká národní banka, 14. 1. 2014)

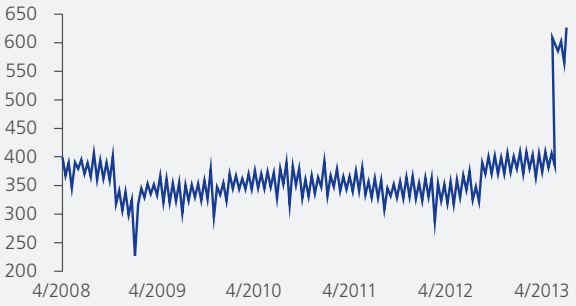
Listopadové devizové intervence ČNB jsou stále předmětem debat o tom, zda byly nutné, a pokud ano, tak v jakém rozsahu a s jakým načasováním. Podívejme se na ně ale tentokrát z pohledu jejich vlivu na peněžní zásobu. V nedávných debatách se totiž objevilo několik argumentů, které byly přinejmenším nepřesné, zavádějící, anebo přímo nepravdivé.

Nejprve se zamyslím nad souvislostí devizových intervencí a objemu peněžní zásoby. V učebnicích bychom se zřejmě dozvěděli, že devizové intervence centrální banky na oslabení vlastní měny představují emisi nových peněz, a dokonce je to emise tzv. mocných peněz, které se dalším půjčováním v bankovním sektoru ještě namnožují. Celkem by tedy v tomto zjednodušeném modelu měly devizové intervence vést k citelnému růstu peněžní zásoby v ekonomice. Situace je však v realitě komplikovanější. Vliv na peněžní zásobu v prvních krocích závisí jednak na tom, zdali tím, kdo prodává cizí měnu a získává tak nové koruny, je rezident či nerezident (jinými slovy, zda daná osoba sídlí v České republice, či ne). A dále také na tom, zda nové koruny utvoří nový vklad v českých bankách, anebo zda jsou použity na úhradu již existujících korunových dluhů. Čtenář si může promyslet všechny kombinace, ale soustřeďme se na dvě nejvíce relevantní. První kombinace se týká rezidentů, tj. domácností a firem, které během intervencí prodají část svých vkladů v cizí měně. Takto získané koruny souběžně zvýší jejich zůstatky na korunových účtech. Součástí české peněžní zásoby jsou totiž jak korunové, tak cizoměnové vklady rezidentů. Takže v tomto případě jeden druh vkladů klesl, ale druhý odpovídajícím způsobem vzrostl. Vliv devizových intervencí na korunovou hodnotu celkové peněžní zásoby zde spočívá pouze v tom, že dosavadní cizoměnové vklady jsou přeceněny novým, slabším kurzem. Toto přecenění je ale v našich podmínkách poměrně malé,

protože rezidenti drží jen zhruba desetinu peněz v cizích měnách. Takže oslabení domácí měny přibližně o 5 % vede díky tomuto technickému neboli přeceňovacímu efektu k růstu peněžní zásoby asi o 0,5 % (bez ohledu na to, jak velkou či zda vůbec nějakou směnu cizoměnových vkladů rezidenti provedli). Mimochodem se ukázalo, že směnu svých cizoměnových vkladů na vklady korunové provedli rezidenti během listopadu pouze v omezené míře (domácnosti téměř vůbec, firmy v řádu několika miliard korun).

Druhá, důležitější kombinace se týká nerezidentů, kteří jimi drženou cizí měnu během intervencí smění na nově vydané koruny, a ty potom uloží v českých bankách. Ze srovnání říjnových a listopadových dat vyplývá, že tato kombinace skutečně nastala. Vklady a úvěry, které české banky přijaly od nerezidentů, se mezi říjnem a listopadem zvýšily o 150 miliard korun. To samo o sobě ale měnovou zásobu nemění, protože ta je definována jako obíhající hotovost a vklady rezidentů, nikoliv nerezidentů. Otázkou však je, zdali tyto nové vklady, jež mají banky k dispozici a které v prvním kroku zvýší jejich volné rezervy, nepovedou k tomu, že banky budou s větší intenzitou poskytovat nové úvěry. Touto cestou by se nové peníze rozlévaly na účty rezidentů a v dalších krocích by skutečně vedly k růstu peněžní zásoby. Mohlo by tomu tak v principu být, ale v současných českých podmínkách ani tato situace nenastává. Z důvodů, jež mají kořeny v devadesátých letech, funguje česká bankovní soustava v režimu, kdy centrální banka do systému likviditu nedodává, jak je ve světě obvyklé. ČNB naopak likviditu od obchodních bank stahuje (jinými slovy, odčerpává přebytečné peníze z bankovního sektoru).

Graf – Objem stahované likvidity (mld. Kč)



To fakticky znamená, že obchodní banky si u ČNB peníze ukládají za měnověpolitickou úrokovou míru.

Při úvěrování tak banky nejsou nedostatkem likvidity nijak limitovány, protože jí mají naopak nadbytek. Nové vklady, které se v jejich bilancích po intervencích objevily, banky nepoužijí na dodatečné úvěry. Takto mohly koneckonců naložit i předtím se svou nadbytečnou likviditou. Výsledkem potom je, že se pouze zvýší nadbytek jejich likvidity, který prostřednictvím tzv. repo operací a depozitních facilit ukládají u ČNB. A přesně to se také v listopadu stalo. Veškeré nové koruny vzniklé intervencemi se vrátily do ČNB v podobě přebytečné likvidity, kterou si komerční banky u ČNB uložily. Celkem tak peněžní zásoba M2 vzrostla mezi říjnem a listopadem o 1 % (tj. asi 32 miliard korun), přičemž intervencím lze zatím připsat pravděpodobně méně než polovinu tohoto přírůstku. Není proto pravda, že by intervence ve výši 200 miliard korun vedly k růstu peněžní zásoby o 6,25 %, jak tvrdí někteří kritici.

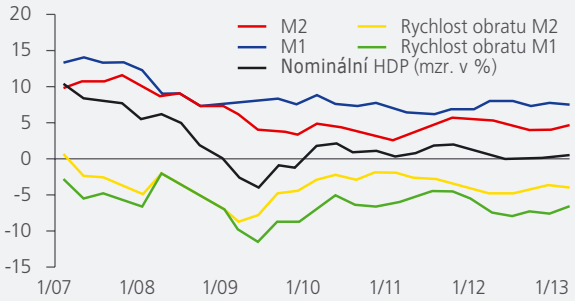
Na listopadové devizové intervence a na to, jaký je a bude jejich dopad, lze nahlížet i optikou tradiční kvantitativní rovnice peněz. Tu lze zapsat v její důchodové verzi: P*Y=M*V, kde na levé straně vystupuje cenová hladina (P) a úroveň reálné produkce (Y), takže dohromady máme na levé straně produkci v běžných cenách, a na pravé straně rovnice vystupuje peněžní zásoba (M) a ona poněkud tajemná důchodová rychlost obratu peněz (V).

Jednoduchá myšlenka této rovnice sahá hluboko do historie a před necelými šedesáti lety ji znovu oživili monetaristé v čele s Miltonem Friedmanem. Rovnice je samozřejmě platná, protože je tautologická, tj. pravdivá díky tomu, že jsme její členy definovali právě tak, aby vždy platila a nikdy se nemohla stát nepravdivou. Ale stejně jako u jiných tautologií otázkou spíše je, kdy je užitečná při strukturování našich úvah a kdy naopak může vést (pokud je doplněna chybnými předpoklady) k mylným závěrům. Klíčové je přitom to, zda lze spoléhat na stabilitu oné tajemné rychlosti obratu peněz V. Je jasné, že například v případě vysokých inflací, kdy se peněžní zásoba zvyšuje o desítky či stovky procent během krátkého období, je kvantitativní rovnice užitečným a dostačujícím vysvětlením. Ale pro účely měnové politiky ve vyspělých zemích, ve kterých je dnes inflace nízká a jejichž peněžní agregáty se mění v řádu jednotek procent za rok, je kvantitativní rovnice daleko méně užitečná. Jako vodítko pro změny v měnověpolitických sazbách a pro nastavení dalších nástrojů centrálních bank je prakticky téměř nepoužitelná. Je to příliš hrubý nástroj, který nebere v potaz ekonomická očekávání a nemůže dostatečně podrobně zachytit příběh, jenž se v ekonomice odehrává. Důchodová rychlost peněz je nestabilní, takže předpoklad, že je konstantní, by mohl vést k závažným hospodářskopolitickým chybám. Slavný a velmi výstižný je výrok guvernéra kanadské centrální banky Geralda Boueyho z 80. let: „My jsme neopustili peněžní zásobu M1, peněžní zásoba M1 opustila nás." Pro zajímavost připomeňme, že pokud by se ČNB řídila vývojem peněžní zásoby M1, což byl tradiční nástroj monetaristů, musela by již dávno a vlastně během celé krize dosti razantně měnovou politiku zpřísňovat. Široké peněžní agregáty (M2, M3) jsou sice spjaty s vývojem ekonomiky těsněji, spíše však vývoj hospodářství se zpožděním následují a nejsou hybatelem ekonomiky. Centrální banky samozřejmě peněžní agregáty nadále sledují (a neignorují!), ale chápou je spíše jako dokreslení celkového obrazu ekonomického vývoje, a ne jako všeobjímající popis hospodářské reality.

Kvantitativní rovnice nám zde může jen málo pomoci při odhalení důsledků intervencí, ale o to více nás může zmást. Na jednu stranu intervence jistě povedou k vyšší úrovni cen (P), ale zároveň – jak jsem uvedl výše – je jejich přímý dopad na peněžní zásobu (M) vcelku omezený. Pokud bychom předpokládali, že rychlost peněz

(V) na pravé straně rovnice zůstane konstantní, potom jedinou veličinou, která by se musela přizpůsobit, by byla reálná produkce (Y). Ta by musela poklesnout, resp. by se muselo snížit tempo jejího růstu. Rychlost obratu peněz však nebude konstantní, naopak se přizpůsobí a bude o něco vyšší, než by byla, kdyby k intervencím nedošlo. Připomeňme, že tato rychlost obratu v České republice doposud velmi výrazně klesala, takže pouze stačí, aby se tento pokles zpomalil. A růst reálné ekonomiky naopak zrychlí díky vyšší cenové konkurenceschopnosti českých výrobců a nižším reálným úrokovým sazbám, což jsou klíčové složky měnových podmínek ovlivňující vývoj poptávky v ekonomice.

Graf – Nominální HDP, M1, M2 a jejich rychlost obratu



Závěrem je nutno říci, že **devizové intervence neměly a nemají primárně za cíl zvýšit množství peněz v ekonomice. ČNB nezamýšlela prostřednictvím intervencí přifouknout českou peněžní zásobu a ani samozřejmě nebylo jejím záměrem zvýšit přebytek likvidity, což byl jejich předpokládaný, ale neškodný vedlejší efekt.** V dlouhodobém horizontu sice intervence zprostředkovaně povedou k růstu peněz v ekonomice, ale pouze nepřímo tím, že podpoří růst produkce a dosažení inflačního cíle, což podpoří i poptávku po úvěrech a po penězích, kterou bankovní sektor postupně uspokojí. Tento efekt však bude v čase rozprostřený a pravděpodobně nebude možné ho oddělit od faktorů ostatních. Celkově lze shrnout, že přímý vliv intervencí na měnovou zásobu je okrajový a při rozhodování o nich nehrál prakticky žádnou roli.

Lubomír Lízal

České bilanci zahraničního obchodu se daří jako nikdy – což ovšem nemusí být tak dobrá zpráva

(Česká národní banka, 21. 1. 2014)

Loňský rok skončil rekordními čísly čistého vývozu. Již v době před použitím kurzu jako měnového nástroje dosahoval zahraniční obchod rekordních čísel, poté došlo k dalšímu zlepšení. Takže, proč měla centrální banka pochybnosti o jednoznačně pozitivní interpretaci tohoto stavu a proč vlastně nemusí jít o tak dobrou zprávu, jak to na první pohled vypadá? Zásadní důvody jsou dva.

Prvním je pochopení toho, co statistika říká. Pro srovnání uvádím následující graf, kde je zobrazen čistý vývoz ve dvou metodikách. Dříve používanou, avšak nejznámější, je přeshraniční statistika, která zachycuje pohyb zboží přes hranice. V minulosti, kdy byl každý stát izolovaný, tato statistika také dobře korespondovala se skutečnou exportní výkonností. A protože se dá pohyb zboží přes hranice dobře monitorovat, jde o donedávna obvyklý přístup měření. Jenže z hlediska skutečných národohospodářských efektů není až tak důležité, kdy zboží překročí hranice, jako to, kdy dojde ke změně vlastníka z rezidenta na nerezidenta. To je pak metodika čistých vývozů v národním pojetí, která právě monitoruje zahraniční obchod jako okamžik změny vlastnictví.*

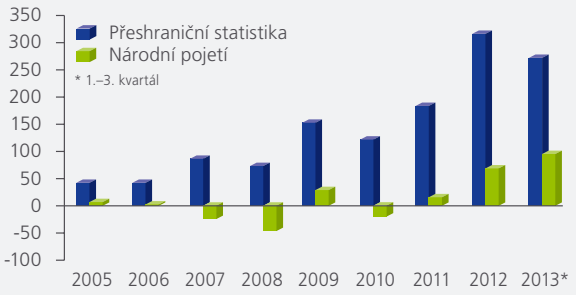
Rozdíl lze dokumentovat na jednoduchém příkladu. Vezměme si dvě stejné IT firmy poskytující konzultační služby českých za-

* Mimochodem i IMF vydal po mnoha letech nový Balance of Payments Manual No. 6., který se, na rozdíl od předchozích verzí, rozdílu přeshraniční a národní statistiky věnuje. Následně byla tato doporučení implementována na národní úrovni a také se odrazila v Evropském systému národních účtů ESA 2010. Tolik k technickému zázemí statistiky zahraničního obchodu.

městnanců do zahraničí (tedy čistý export). Obě jdou identické, jen jedna z nich má vlastníka českého a druhá nerezidenta. Obě si najaly za stejnou odměnu stejného programátora, který pracuje z domova třeba někde u Čáslavi. Česká firma nemá mezinárodní renomé, a tak službu poskytne za 1 000 eur. Zahraniční vlastník toto renomé má a může si za stejnou službu téhož člověka účtovat o polovinu více, tedy 1500 eur. V přeshraničních statistikách jsou pak zachyceny obě dvě firmy s těmito částkami, jejich celkový export činí 2500 eur. Jenže u firmy se zahraničním vlastníkem bylo 500 eur přirážkou za ono zahraniční renomé, tzv. branding. Tato přirážka ale není produktem české ekonomiky, je výlučným vlastnictvím i dílem zahraničního majitele a onen zahraniční vlastník si těch 500 eur odveze třeba v kapse saka do své domovské země (pro šťouraly, neřešíme daně, ale princip statistiky). Z hlediska národního pojetí musí být export očištěn právě o tento efekt, který nesouvisí s výkonností domácí ekonomiky, a čistý export obou firem v národním pojetí tak bude jen 2 000 eur. Stejný efekt nastane, když například v ČR smontujeme počítač z komponent. Pokud ho vyveze neznačková montovna, bude jeho cena jiná, než když ho napřed v ČR „koupí" nadnárodní značka, přilepí na něj cedulku se svým logem a vyveze ho pak třeba i za dvojnásobek.

Z grafu je vidět, že rozdíl mezi národním a přeshraničním pojetím v čase narůstá s tím, jak se v ČR stále více etablují zahraniční firmy a rozvíjejí se tu například logistická centra, která obsluhují řadu zemí regionu a mají podobný efekt na statistiku zahraničního obchodu jako výše popsaný branding.

Graf – Saldo obchodní bilance (mld. Kč)

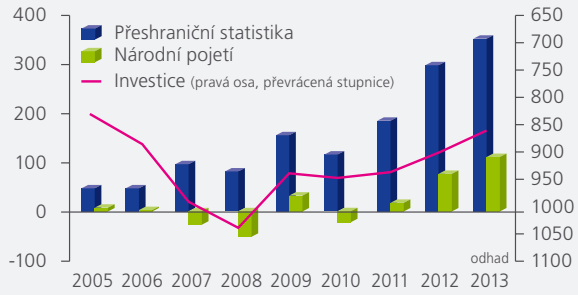


Druhý důvod, proč výsledky zahraničního obchodu nejsou tak dobré, jak na první pohled vypadají, souvisí s vývojem investic. Již několik let investiční aktivita setrvale klesá a objem investic se tím pádem neustále snižuje, a to nejen v reálných číslech, ale dokonce i nominálně. Investice jsou ale dovozně nejnáročnější součástí HDP. Na makroúrovni uvažujeme, že asi 85 % objemu investic je importováno (importní náročnost investic).

Jen jako hrubé srovnání lze použít jednoduché přiblížení. Pokud v letech 2008 až 2013 poklesl roční nominální objem investic asi o 190 mld. Kč (z 1 030 na odhadovaných 840 mld.), lze to interpretovat tak, že cca o 160 mld. Kč (=190*0,85) se musel zlepšit čistý vývoz jen jako statistický efekt snížené investiční aktivity. A kolik je čistý vývoz v národním pojetí? Očekáváme celkový výsledek kolem 120 mld. Kč. Obě čísla jsou tedy zcela srovnatelná! Pokud bychom uvažovali ve stálých cenách, bude výsledek ještě o něco horší. Ale v tomto přibližném srovnání, které stejně zanedbává řadu dalších faktorů, zejména kurz koruny, nejde o zásadní rozdíl. Stejně tak mírně optimističtější čísla bilance obchodu či objemu investic v posledním čtvrtletí roku 2013 nepovedou k principiálně odlišnému závěru.

Pro názornou ilustraci je předchozí graf doplněn o odhad celého roku 2013 a investice jsou vyneseny na pravé ose v inverzní stupnici. Negativní korelace čistého exportu a převrácené hodnoty investic po začátku krize v roce 2008 je dobře zřetelná (přesahuje 90 %).

Graf – Saldo obchodní bilance a investice (mld. Kč)



Pokud budeme čísla o zahraničním obchodu interpretovat v souvislostech, není výsledek tak úžasný, jak na první pohled vypadá. Česká měna se pouze zdánlivě pohybovala na „rovnovážné" úrovni, která vedla k historicky „nejlepším" exportním výsledkům. V případě obnovení investiční aktivity na předkrizovou úroveň bychom se pohybovali spíše v deficitu čistého zahraničního obchodu v národním pojetí i s nepochybným tržním tlakem na oslabení naší měny. Z uvedených důvodů se domnívám, že bez ohledu na verbální intervence centrální banky nebyl kurz koruny před měnovým zásahem centrální banky na podzim loňského roku na rovnovážné úrovni (v důsledku utlumených investičních dovozů, které opticky zlepšují exportní výkonnost) a neodpovídal skutečné reálné dlouhodobé výkonnosti české ekonomiky.

Vladimír Tomšík
viceguvernér ČNB

O deflaci, inflaci a inflačním cíli – zdánlivě banální debata o číslech

(Česká národní banka, 28. 1. 2014)

Listopadové oslabení kurzu koruny oživilo debaty na téma deflace, inflace a inflačního cíle. Aktuální diskuze o deflaci jsou velmi zajímavé a užitečné, ale poněkud zastírají, o co v naší měnové politice jde především. Je to sice banální opakování, ale připomeňme, že v současném měnovém režimu je pro nás zásadní inflační cíl. Zda inflace klesne těsně pod nulu (tj. nastává formálně deflace) nebo zůstává těsně nad nulou (a tedy deflace nenastává), není kvalitativně až takový rozdíl. Ano, oslabení kurzu koruny mělo zabránit sklouznutí do deflace, jejíž riziko dostavení se bylo tak velké, že centrální banka musela konat. Neměl by ale vznikat dojem, že měnová politika funguje v jakémsi binárním režimu, přepínajícím mezi dvěma mody podle toho, zda meziroční inflace zabrousí do záporných čísel nebo zda se udržuje těsně nad nimi. V současném období, ve kterém se naměřená inflace bude nějaký čas pohybovat kolem nuly, vlastně ani nevíme, zda ekonomika je skutečně v inflaci nebo v deflaci. Naměřená inflace je vždy a všude zatížena určitou chybou, což rozhodně není míněno jako výtka vůči zavedenému statistickému sběru a zpracování dat. Chyby měření sice mohou působit oběma směry, ale v případě inflace existují důvody, kvůli nimž je dlouhodobě spíše nadhodnocena (tj. oficiálně vykazované číslo je o něco větší, než kolik činí „skutečná" inflace). Tyto důvody souvisejí jednak se samotným způsobem výpočtu indexu spotřebitelských cen (např. problém stálých vah), ale především s obtížemi při hodnocení změn kvality spotřebních statků. Jako příklad může posloužit rostoucí cena nových mobilních telefonů, což je však spojeno s růstem jejich užitných vlastností a kvality. Mnoho ekonomů se snažilo tuto systematickou výchylku ve směru nadhodnocení inflace určit alespoň přibližně. Jejich odhady se pohybují kolem 1 % ročně, ale u některých zemí je to i podstatně více. Vezmeme-li tento faktor v potaz, lze i naměřenou mírnou inflaci považovat fakticky za cenovou stabilitu, jejíž sledování často ukládají centrálním bankám zákony.

Pro měnovou politiku je proto důležitý rozdíl mezi naměřenou inflací a inflačním cílem, a nikoliv samotné znaménko inflace. Čím větší je tento rozdíl, tím větší motivaci má centrální banka použít nástroje, které má k dispozici nebo které jí ještě zbývají (jako v našem případě).

Samozřejmě lze namítnout, že rozdíl mezi inflací a cílem by bylo možné snížit snáze tak, že by se jednoduše změnil inflační cíl. Tím se dostáváme k otázce, kdo, jak často a na jaké úrovni by měl inflační cíl stanovovat. U nás si ho stanovuje ČNB sama, ale existují i jiná uspořádání. Například ve Velké Británii určuje hodnotu cíle vláda. Inflační cíl může být stanoven nějakým předpisem či zákonem zcela mimo centrální banku, která potom má pouze volnost (ale i odpovědnost) v tom, jakými prostředky stanoveného cíle dosáhnout. Každopádně by však inflační cíl neměl být v čase příliš často měněn a zejména by neměl být měněn jen proto, aby se přiblížil současné inflaci. Režim cílování inflace je postaven na tom, že se snaží ovlivnit inflační očekávání a v ideálním případě tato očekávání ukotvit na úrovni cíle. Každá neočekávaná změna cíle však jde proti tomuto úhelnému kameni cílování inflace. Dovedeno do extrému: kdyby se inflační cíl (ať už by ho stanovoval kdokoliv) vždy pasivně přizpůsoboval aktuální inflaci, stal by se naprosto nedůvěryhodným a neměl by žádný smysl. Vlastně by nebyl cílem vůbec. Rčení „nemůže-li Mohamed k hoře, musí hora k Mohamedovi" v případě cílování inflace neplatí. Inflační cíl nemůže být ve vleku aktuální inflace, naopak inflace by měla být vždy tažena k cíli jako k pomyslnému gravitačnímu středu, i když se do něho málokdy trefí zcela přesně. Samozřejmě to ale neznamená, že by cíl byl daný jednou pro vždy a nešlo jej změnit.

Dlouhé diskuze lze vést i o úrovni inflačního cíle. Jistěže by inflační cíl neměl být příliš vysoký, neboť vysoká inflace ekonomice škodí. Stejně tak však existuje řada důvodů, proč by centrální banky neměly mířit na nulovou inflaci, což by laici zřejmě očekávali. **Inflační cíl kolem 0 % sice vypadá na první pohled lákavě a není principiálně nijak nedosažitelný měnovou politikou, skrývá však velká nebezpečí. Hlavním z nich je to, že ekonomika, která dlouhodobě funguje s inflací kolem nuly, bude také nutně mít relativně nízké úrokové sazby. To ale znamená, že se podstatně zvyšuje pravděpodobnost, že v dobách recesí měnová politika narazí na nulovou spodní hranici úrokových měr a tím přichází o svůj hlavní nástroj. V takových případech potom musejí centrální banky sahat po nástrojích nestandardních anebo v horším případě rezignují na stabilizaci a ovlivňování ekonomiky.** Osobně proto považuji inflační cíl ve výši 2 % za dobrý kompromis mezi nepřijatelným poklesem kupní síly a formálně nulovou inflací doprovázenou periodicky se opakujícími situacemi, ve kterých centrální banka vypadává ze hry o stabilizaci národního hospodářství.

Vznik České národní banky 1993

ČNB má výhradní právo vydávat do oběhu bankovky a mince, včetně mincí pamětních, a řídit peněžní oběh.

Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je bankovní rada, jejímiž členy jsou guvernér, dva viceguvernéři a čtyři členové bankovní rady.

Hlavním cílem činnosti ČNB je péče o cenovou stabilitu, tj. dosažení a udržení nízkoinflačního prostředí v ekonomice.

Vznik České národní banky 1993

Česká národní banka
Na Příkopě 28, 115 03 Praha 1, www.cnb.cz

Datum vydání: únor 2014

ČNB ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA