

18. 1. 2023 | [Frait Jan](#) [Matějů Jakub](#)

Představují ještě vyšší sazby skutečně účinnou cestu ke snížení inflace?

Jan Frait, Jakub Matějů (Hospodářské noviny 18. 1. 2023 strana 15, rubrika Názory)

Globální nákladové inflační tlaky se zdají být za svým vrcholem a řada tržních aktérů hovoří o zpomalování či zastavení růstu sazeb u klíčových světových centrálních bank. V České republice zatím zůstává inflace na vysoké úrovni. Klíčovou otázkou v této situaci je, zda by ČNB případným dalším mírným zvýšením svých sazeb mohla dosáhnout účinného utlumení inflačních tlaků.

Odpověď na tuto otázku nabízí vyhodnocení transmisních kanálů měnové politiky, skrze které sazby centrální banky ovlivňují ekonomiku a následně samotnou inflaci. Základním a možná nejvíce intuitivním je úrokový kanál transmise měnové politiky. Zvýšené úrokové sazby motivují domácnosti část spotřeby odložit, tj. vyšší část současného příjmu uspořit. Vyšší míra úspor (kterou mimochodem vidíme v posledních datech ČSÚ o vývoji národních účtů ve 3. čtvrtletí 2022) znamená nižší poptávku domácností po zboží a službách a tím pádem i snížení tlaku na růst jejich cen. Zdá se nám nepravděpodobné, že by další mírné zvýšení měnověpolitické sazby mělo významnější efekt skrze tento mechanismus, který již dobře zafungoval.

S úrokovým kanálem úzce souvisí úvěrový kanál transmise. Vyšší sazby zdražují úvěry, a tedy omezují poptávku po nich. Firmy i domácnosti si méně půjčují, což brzdí spotřební i investiční aktivitu, a tedy i celkovou poptávku v ekonomice. To přispívá ke zpomalení růstu mezd a tím pádem i ke snižování nákladových tlaků. Pokud jde o úvěry v korunách, úvěrový kanál funguje velmi dobře. Nejlépe je to vidět na omezení tvorby nových úvěrů. Objem skutečně nových poskytnutých hypotečních úvěrů, ale i úvěrů podnikům se v roce 2022 prudce snížil. Sílu transmise měnové politiky ČNB v oblasti úvěrového kanálu ale citelně oslabuje přístup významné části podniků k eurovým úvěrům. Vzhledem ke stále nízké úrovni eurových úrokových sazeb by tak další zvýšení sazeb ČNB dopadlo asymetricky na ty podniky, které si v eurech půjčit nemohou.

S poskytováním úvěrů souvisí i další transmisní kanály, které působí přes ochotu bank a jiných finančních institucí nabízet úvěry a přes přísnost úvěrových standardů. Tyto kanály v makroekonomických modelech většinou nenajdeme, ale v naší ekonomice bezesporu v současnosti působí. Při zvýšení úrokových sazeb se některé investiční projekty logicky jeví jako méně ziskové a více rizikové, a jejich tvůrci tak pro ně nemusí být schopni získat financování. Týká se to například projektů v oblasti komerčního nebo rezidenčního developmentu. Zde může také sehrávat roli skutečnost, že s vyššími úrokovými sazbami se snižuje hodnota nemovitostních zástav. A to se u nás nyní nepochybně děje.

Tradičním a na první pohled intuitivním kanálem transmise je ten kurzový. Jeho logika vychází z podmínky nepokryté úrokové parity, která spojuje vývoj měnového kurzu se změnami rozdílu mezi domácí a zahraniční úrokovou sazbou (tzv. úrokovým diferencíálem). Nárůst domácích úrokových sazeb činí domácí měnu atraktivnější, motivuje příliv kapitálu, a vede tudíž ke zhodnocení domácí měny. Vliv změn úrokového diferencíálu na kurz ale v realitě nemusí být přímočarý a snadno odhadnutelný. Zažili jsme situaci, kdy koruna posilovala v situaci, kdy naše sazby byly nižší než dolarové či eurové.

Důkazy pro výrazné a trvalé efekty úrokového diferencíálu na kurz neposkytují ani data. Mnohem důležitějšími faktory pro vývoj kurzu bývají sentiment globálních finančních trhů (nástup pandemie, ruská invaze na Ukrajinu) nebo očekávané změny úrokových sazeb amerického Fedu. Modelové implikace podmínky nepokryté



úrokové parity je proto třeba brát trochu s rezervou. I z toho důvodu, že ČNB je připravena používat k tlumení nežádoucích nadměrných výkyvů kurzu své devizové rezervy. Na globálních trzích došlo v podzimním období ke zklidnění, ceny energetických surovin se vrátily na předválečné hodnoty a také u zahraničních dlouhodobějších sazzeb došlo ke korekci. Intervenovat tak již po nějakou dobu nebylo třeba. Koruna naopak vlivem tržních faktorů postupně posílila, což pomáhá utlumovat zbývající zahraniční inflační tlaky.

A pak je tu ještě jeden kanál, ke kterému se ekonomové silně upínají, i když má hlavně psychologický charakter. Pokud centrální banka reaguje na inflační šok agresivně, zůstane v očích trhu a veřejnosti vysoce důvěryhodnou a převládnu očekávání, že navzdory dočasnému výkyvu od inflačního cíle se k němu ekonomika zase rychle navrátí. S působením tohoto kanálu protiinflačním směrem nemáme velké zkušenosti. Zejména z toho důvodu, že centrální banky v tomto století agresivně bojovaly převážně proti nízké inflaci mimořádně uvolněnými politikami a jejich schopnost korigovat příliš vysokou inflaci je testována teprve nyní. Každopádně reakce ČNB na současný inflační šok dosti agresivní byla. V celém loňském roce docházelo ke zpřísnování měnových podmínek – nejprve přes jejich úrokovou složku a následně přes složku kurzovou.

Jak tedy odpovídáme na otázku, zda by ještě vyšší měnověpolitické sazby mohly přispět k účinnému snížení inflace? Je zde namístě vážit jako na lékárnických vahách. Nákladové tlaky již jsou zřejmě za vrcholem.

Ekonomika prochází určitým ochlazením, ke kterému přispívá ve významné míře nepříznivý dopad cen energií na rozpočty domácností. Jejich reálná spotřeba ve 3. čtvrtletí 2022 podle ČSÚ klesla meziročně o 4 procenta a ani vyhlídky pro letošní rok nejsou optimistické. Dosavadní zpřísnění měnové politiky se přes jednotlivé transmisní mechanismy promítají do celé ekonomiky zejména přes ceny korunových úvěrů, sníženou poptávku po nich, ale i přísnější měřítka bank při poskytování úvěrů. Žádoucím protiinflačním směrem působí i kurz.

V souhrnu máme pochybnosti o tom, zda by přínosy dalšího zvýšení měnověpolitických sazzeb za současné situace převážily nad náklady. Nevylučujeme ale, že nedostatečný pokles inflačních tlaků či riziko ukotvení inflačních očekávání na zvýšených úrovních si takový krok nakonec vyžádají. Toto bude obsahem měnověpolitické debaty v první polovině letošního roku.