

26. 1. 2023 | [Holub Tomáš](#)

Zvyšme sazby. Jinak tady s námi bude inflace dlouho, varuje radní ČNB

Rozhovor s T. Holubem, členem bankovní rady ČNB

Jiří Zatloukal (Seznam Zprávy 26. 1. 2023, pořad Agenda)

„Silná koruna nám pomáhá bojovat s inflací, ale hlavním nástrojem jsou úrokové sazby. Osobně bych byl pro jejich další zvýšení, jinak tady s námi bude inflace dlouho,“ říká v rozhovoru pro Seznam Zprávy člen bankovní rady Tomáš Holub.

» [Video – rozhovor \(externí odkaz na Seznam Zprávy\)](#).

Rád bych se vyhnul dlouhodobé inflaci. V rámci prevence jsem připraven obětovat letos část růstu HDP, abychom se tomuto dlouhodobému a nákladnému problému vyhnuli, říká radní ČNB Tomáš Holub.

Domácnosti mají v bankách 2,5 bilionu korun vkladů a za loňský a letošní rok se ceny zvýší dohromady o 25 procent. „Můžeme tak říct, že lidé přišli o 500 miliard korun reálné kupní síly svých vkladů,“ říká radní České národní banky Tomáš Holub v rozhovoru pro SZ Byznys.

Pokles kupní síly, tedy chudnutí obyvatelstva, je největším nákladem inflace. Dopadá přitom nejvíc na domácnosti, a zejména ty, jimž mzda roste pomaleji než inflace. „Paradoxně nejméně trátí důchodci, kteří mají ze zákona valorizovány penze,“ dodává Holub.

Inflace teď v lednu má dosáhnout kolem 20 procent. Na tom se ekonomové shodují. Kterou skupinu obyvatelstva nebo ekonomiky ale inflace postihuje nejvíc?

Osobně čekám, že to bude v lednu trochu méně než 20 procent, to je spíš horní hranice odhadů. Realisticky by to mohlo být spíše někde kolem 18 procent, ale okolo toho lednového čísla je teď nadstandardně velká míra nejistoty. Dochází k přeceňování zboží a služeb a v těch letošních zvláštních podmínkách nevíme, jak to dopadne. Ale bude to skutečně takhle velké číslo.

Ono to samozřejmě postihuje jednak lidi, kteří mají úspory, a ty úspory jim nejsou schopny vytvářet dostatečně velké výnosy, aby pokryly inflaci, takže reálná hodnota úspor výrazně klesá.

Pokud si vezmeme, že domácnosti mají v bankách 2,5 bilionu korun vkladů a za loňský a letošní rok bude nárůst cenové hladiny v součtu 25 procent, tak můžeme říct, že lidé přišli o 500 miliard korun reálné kupní síly vkladů. To je samozřejmě obrovský náklad inflace, kterou jsme si prošli. Potom samozřejmě na inflaci trátí také ty domácnosti nebo občané, jimž mzda roste pomaleji než inflace, takže reálná kupní síla těch mezd klesá.

Paradoxně, dalo by se říct, trátí nejméně důchodci, kteří mají ze zákona valorizovány penze. A když je inflace nadstandardně vysoká, jsou valorizace čím dál tím častější, takže ta jejich kupní síla pak zase dohání rostoucí cenovou hladinu.

Čemu připisujete to, že lidé i přes vysoký růst cen mají stále většinu svých volných peněz nebo úspor na běžných účtech?



Je to tak. Samozřejmě k tomu přesunu z běžných účtů na spořicí nebo termínované dochází, ale není to zase až tak masivní jev. My máme asi v našem genetickém národním kódu zapsán konzervativní přístup ke správě svých peněz, takže lidé skutečně z mého pohledu až nadměrně využívají úložky na běžných účtech.

Běžný účet by měl sloužit jenom k platbám, ale v současnosti, kdy ty spořicí a termínované účty nabízejí pět, šest, někdy i víc procent, tak nechat ty peníze ležet bezúročně na běžném účtu mi nepřijde úplně racionální. Čekal bych, že ten trend přelivu bude silnější, ale je to skutečně ten náš konzervativní postoj.

Pokles reálných příjmů a kupní síly jinými slovy znamená, že jsme zchudli jako česká ekonomika, hlavně tedy občané. To zřejmě nebude mít pozitivní vliv na další růst ekonomiky?

Je to tak, zchudli jsme. Můžeme si to představit tak, že naše ekonomika vytváří nějaký koláč, kterému se ekonomicky říká hrubý domácí produkt. A my tím, jak se nám zdražily dovážené energie, ropa, ale zejména zemní plyn, tak z toho koláče musíme odevzdat do zahraničí větší část. Potom je to o tom, jak se zmenšení toho koláče, který nám zbývá, rozloží v naší ekonomice.

Zatím ten hlavní dopad nebyl ani tak na firmy, protože to makroekonomické prostředí bylo takové, že firmám umožňovalo poměrně pružně rostoucí náklady na energie a další vstupy promítnout do finálních cen, ale byly to zejména domácnosti, kterým mzdy sice rostou, ale o dost pomaleji než cenová hladina, takže jejich reálné příjmy klesají. Spolu s tím klesá i spotřeba domácností a maloobchodní prodeje. Tam skutečně poklesy pozorujeme.

U spotřeby domácností je to někde kolem pěti procent. U maloobchodních prodejů je to v reálu osm až devět procent, ale i to je vlastně hlubší pokles, než k čemu došlo za covidu v rámci vynucených lockdownů.

Je to skutečně významný pokles. A neznamena to, že by lidé utráceli v obchodech méně, oni nominálně utrácejí více, ale tím, jak ty ceny vzrostly ještě více, tak ten objem toho zboží, který si každý pak odnáší v tašce, je reálně menší i navzdory nominálně větším výdajům.

Mám pro vás tady teď jeden citát. Máme nejsilnější korunu za 14 let. Važme si toho. Levněji dovážíme drahé suroviny, plus k tomu navíc máme nejvyšší úrokové sazby za 20 let. Motivujeme lidi spořit namísto útrat. Za tu dobu nikdo tak výrazně nebojoval s inflací jako nová bankovní rada. Tolik guvernér Aleš Michl ve svém pravidelném sloupku Jestřábi a holubice. Souhlasíte s guvernérem?

Určitě je dobře, že máme silnou korunu, protože to nám skutečně pomáhá bojovat s inflací. Silná koruna znamená, že i když rostou ceny v zahraničí, tak u nás domácí ekonomika nemusí růst tak výrazným tempem. Kurz vlastně představuje určitou přetlakovou komoru mezi vývojem cen v zahraničí a vývojem v domácí ekonomice, takže tlumí dovážené inflační tlaky. V tom je samozřejmě shoda.

Co se týče té druhé části, nepochybně máme nejvyšší nominální úrokové sazby za posledních 25 nebo 30 let. Ty sazby byly nastaveny na této úrovni v červnu. Asi bych si tady úplně nehrál na dělení „nová“ versus „stará“ bankovní rada, protože v červnu to byla ještě ta původní kompozice bankovní rady, která o této výši rozhodla. Od té doby nová bankovní rada dospěla k závěru, že je to přesně ta správná úroveň úrokových sazeb, kterou má udržovat.

Vy patříte spíše k těm, kteří by měnovou politiku ještě zpřísnili?

Osobně bych byl pro jejich další zvýšení, to znamená, motivoval bych k těm úsporám ještě více. Ono jde totiž o to, že nominální úrokové sazby jsou jen půlka příběhu. My se tady bavíme o tom, že je potřeba poměřovat nominální úrokové sazby s tím, jak rychle rostou ceny.

A když se podíváme dozadu, jak rychle rostly ceny za poslední rok, tak máme reálné úrokové sazby výrazně záporné. Pokud se podíváme do budoucna s trochou optimismu a věříme, že inflace půjde v letošním roce poměrně rychle dolů a v závěru toho roku se dostane už na jednociferná čísla, tak se můžeme bavit o tom, že možná máme reálné úrokové sazby v tomhle dopředném pohledu někde kolem nuly nebo, dejme tomu, i lehce kladné, pokud budeme velmi optimističtí z hlediska výhledu inflace.

Řekl bych, že momentálně od úspor nastavením měnové politiky už úplně neodrazujeme, ale taky k nim nějak výrazně nemotivujeme, a osobně si myslím, že z hlediska co možná nejrychlejšího zvládnutí inflace by ještě bylo žádoucí úrokové sazby dál trochu zvýšit.

Vidíte tedy jako nejefektivnější cestu k co nejrychlejšímu snížení inflace další zvýšení úrokových sazeb, i s tím vědomím, že se měnová politika do reálné ekonomiky promítá v horizontu roku či půldruhého roku?

Úrokové sazby jsou hlavní nástroj měnové politiky. K tomu je samozřejmě možno jako doplňkový nástroj používat ovlivňování kurzu koruny. A to proběhlo. Říkali jsme už, že kurz je teď na úrovni, která určitě inflaci tlumí, ale úrokové sazby jsou hlavní nástroj.

Máte pravdu, že měnová politika funguje za rok či rok a půl, ale my tím pádem stále ještě jsme schopni ovlivnit to, kam klesne v první polovině roku 2024. O to teď hrajeme měnovou politikou. A bylo by velmi žádoucí, aby to už byly úrovně inflace blízko našemu dvouprocentnímu cíli.

Jaká jsou podle vás ta největší rizika, že tady inflace s námi zůstane přece jenom déle?

Největší rizika se vlastně spojují s tím, čemu ekonomové říkají inflační očekávání. Je to možná trošku technicistní pojem, ale jde o to, abychom se nezačali chovat tak, že i do budoucna budeme čekat vysokou inflaci. Pokud se tak začneme chovat, tak inflace skutečně může setrvat na vyšších hodnotách.

Firmy si začnou automaticky přirážet každý leden víc do cen, budou ceny přenastavovat častěji během roku. Zaměstnanci si začnou říkat o vyšší mzdy, což se jim v podmínkách stále napjatého trhu práce bude dařit.

A zvykneme si, že normální stav světa je inflace vyšší než dvě procenta, daleko rychlejší růst mezd než, dejme tomu, pět procent ročně, což by tomu dvouprocentnímu cíli odpovídalo. Jakmile se to zabuduje do našeho chování a do našich hlav, do psychologie davu, tak potom inflaci snížit třeba z pěti na dvě procenta může být dost nákladné.

Musí se tomu zamezit znovu skrze zvýšení úrokových sazeb?

Přesně tak. Musíte tím vyšším nastavením sazeb vyvolat nějakou ekonomickou recesi, útlum poptávky, útlum ekonomiky, nárůst nezaměstnanosti. Zkušenost vyspělého světa potvrzuje, zejména ze sedmdesátých let, že snaha vyhnout se takové situaci preventivně sice tu ekonomiku něco stojí, protože bezbolestná měnová politika neexistuje, ale stojí to méně než snaha léčit problém, jakmile už jednou zakoření v našem chování.

Ze sedmdesátých let v Americe vidíme, že inflace skutečně trvala déle. Netrvala rok nebo dva, ale pět či šest let.

Samozřejmě ta paralela není úplně dokonalá ve všem. Ale i ve Spojených státech si zpočátku tvůrci hospodářské politiky, včetně měnové politiky, říkali, že situace je dána ropnými šoky: „To je nějaká dočasná věc nákladového charakteru, ono to odezní.“ Nicméně ty šoky pak přišly během sedmdesátých let dva. A zejména došlo k tomu, že zvýšená inflace se skutečně už začala promítat do chování lidí a zahrnula se v ekonomice.

Ke zlomení bludného kruhu pak došlo až tehdy, když tehdejší předseda Fedu Paul Volker zavedl velice restriktivní měnovou politiku. A to se nebavíme o debatě, kterou máme teď v Česku, jestli sazby mají být 7, nebo 7,5 procenta. Volker zvýšil úrokové sazby na 20 procent.

Samozřejmě tu inflaci pak rychle srazil, ale bylo to za cenu poměrně výrazné hospodářské recese. Byť přísná měnová politika ekonomiku utlumí dočasně, pak zase přijde oživení. Samozřejmě mezitím to má své náklady v podobě nárůstu nezaměstnanosti a podobně.

Tomu bych se rád vyhnul, a jsem tudíž, možná víc než někteří kolegové, v rámci té prevence připraven obětovat třeba v letošním roce nějakou jednu, dvě, tři desetinky růstu HDP v zájmu toho, abychom se vyhnuli tomuto dlouhodobému a nákladnému problému.

Jakou pravděpodobnost byste přisuzoval scénáři dlouhodobější inflace?

Za sebe vidím riziko, že inflace nemusí klesnout až na dvě procenta, pokud dál nebudeme zpřísňovat měnovou politiku. Určitý náznak vidím ve mzdovém růstu, který se teď momentálně pohybuje někde kolem devíti procent, což z pohledu domácností je relativně fajn. Ale stále je pravda, co jsme si říkali, že reálné mzdy po odečtení inflace klesají.

Na druhou stranu z pohledu podniků je to přece jenom rychlejší růst mezd, než by odpovídalo dlouhodobě dvouprocentnímu inflačnímu cíli. A teď je otázka, jestli firmy tento zvýšený růst mezd promítnou znovu do cen – tím už bychom se točili v nějaké spirále –, nebo jestli budou ochotny akceptovat, že přece jenom jim to trochu sníží ziskové marže a že část toho smrsknutí koláče, o kterém se bavíme, ponесou nejen domácnosti, ale i firmy.

Má podle vás samostatná měnová politika v tak malé ekonomice, jako je ta česká, která je ještě výrazně proexportní, vůbec smysl? Nebylo by lepší být součástí měnové unie?

Myslím, že má smysl, pokud ji budeme nadále dělat aktivně a reagovat na vývoj v naší domácí ekonomice skutečně pružným způsobem, protože tak můžeme měnovou politiku nastavovat národním potřebám. Kdybychom teď měli úrokovou sazbu na úrovni evropské centrální banky, tak z hlediska vývoje inflace by to bylo horší než ta sedmiprocentní úroveň.

Druhá věc je, že by nám nepomáhal v boji s inflací měnový kurz a větší část boje s inflací by musela odpracovat fiskální politika. To znamená veřejné rozpočty, politika vlády, což by bylo žádoucí i mimo eurozónu, kdyby vláda s bojem proti inflaci víc pomohla. Ale zas na druhou stranu politická realita k tomu příliš nesměruje – a je to primárně zodpovědnost nás jako centrální banky, abychom cenovou stabilitu obnovili.

Mám na mysli to, že ekonomickou situaci v Česku mnohem víc ovlivňují vlivy ze zahraničí, ať už jsou to centrální banky, evropská, a hlavně americká centrální banka. A taky situace na zahraničních trzích, kam vyvážíme.

To je pravda. Jsou tady dva ekonomické faktory, které dlouhodobě mluví pro to, že by naše členství v eurozóně pro nás nemuselo být špatné. Je to jednak vysoká obchodní provázanost s Evropskou unií. Je to nepochybně náš zdaleka nejdůležitější obchodní partner. S tím souvisí i to, že náš hospodářský cyklus, to, jak ekonomika kolísá, je do značné míry taky korelován s tím, jak se vyvíjí eurozóna. Touto optikou by ta společná měnová politika pro nás v průměru nemusela být zas až tak špatná.

Ale na druhou stranu je pravda, že společná měnová politika je dělaná pro klub zemí, které jsou šíleně heterogenní, a to ji výrazně komplikuje. Takže myslím si, že kdyby eurozóna nebyla tak různorodá, tak by asi začala se zvyšováním svých úrokových sazeb v tomto cyklu dříve. A tím pádem bychom se teď možná bavili o

tom, že i to nastavení sazeb ECB by nemuselo být pro českou ekonomiku až tak přehnaně expanzivní jako ta aktuální hodnota, která ve skutečnosti je.

Česká koruna v posledních týdnech výrazně posílila. Proč je podle vás tak silná?

Nevím, jsem tím taky trochu překvapen. Je silnější než naše prognózy. Tady je asi fér říct, že prognózování kurzu je prostě disciplína, která se nikomu systematicky moc nedaří.

Funguje ve stabilních dobách, ale v nestabilních dobách nefunguje.

Často je těžké i expost vysvětlit. Myslím si, že k tomu trochu přispělo zlepšení sentimentu na světových trzích. Je to spojeno i s poklesem cen energetických surovin. Tlaky na oslabení koruny v druhé polovině loňského roku byly zčásti spojené s vývojem na Ukrajině a s obavou, že nebudeme mít plyn, a že pokud ho budeme mít, tak bude šíleně drahý. Tyto úplně nejčernější scénáře se nám naštěstí vyhnuly.

Na druhou stranu je pravda, že jsem očekával, že s tím, jak nás americký FED a Evropská centrální banka dohání z hlediska výše úroků – náš rozdíl vůči nim je nadále poměrně výrazně kladný, ale smršťuje se –, tak já osobně jsem předpokládal, že tohle bude vytvářet nějaké tlaky na posun koruny na slabší hodnoty, což se zatím neděje, ale nelze říct, že se to třeba nebude dít v dalším průběhu roku.

V současnosti klesají ceny plynu. Všichni věří, nebo chtějí věřit, že inflace odeznívá, že centrální banky nebudou tolik v budoucnosti utahovat tu svou měnovou politiku. Jste také přesvědčen, že všechny problémy jsou za námi?

Ne. Takto bych to určitě neformuloval. Ceny energií nepochybně šly dolů, ale jsou stále na vysokých úrovních proti tomu, na co jsme byli zvyklí. Není to také jenom o tom, přežít tuhle zimu. Možná ještě náročnější bude ta příští. Na letošní zimu jsme si naplnili zásobníky ruským plynem, což už nebude možné. Uvidíme, jak moc budou vyprázdněné v závěru topné sezóny.

Je tady velká naděje, že přístup k LNG plynu přes terminály v Německu a v Nizozemsku, výhledově i v Polsku, nám pomůže, ale určitě zůstává otázka energetické bezpečnosti stále dominantní ekonomické téma. Vyhlásit teď, že už je problém za námi, by bylo opravdu moc optimistické a předčasné.

Jak podle vás současná energokrise, o které říkáte, že tady bude ještě delší dobu, změní českou ekonomiku?

Strukturální posun by probíhal stejně. Posun Evropy směrem k zelenějším typům energie, k elektromobilitě a podobně by stejně vedl k tomu, že elektrická energie i další zdroje energií budou dražší, než byly v minulosti, a bude tendence vytlačovat energeticky náročné výroby někam jinam, nebo se posouvat směrem k nějakým energetickým úsporám a podobně.

To, co teď nastalo, je, že se tenhle dlouhodobý strukturální trend ještě potkal s válkou na Ukrajině, s obrovským výkyvem energií směrem nahoru, takže se to samozřejmě ještě urychlí. Ten proces bude prostě náročný. Ve svém důsledku znamená, že pokud chceme ekologičtější zdroje energie, které, bohužel, jsou zatím spíš méně spolehlivé z hlediska svých dodávek než ty tradiční, tak se budeme muset trochu uskrovnit.