

Měnová politika včera, dnes a zítra...



Zdroj: ČNB

Ted', když je tu naděje, že během roku 2024 konečně odezní inflační vlna, která nás všechny sužovala v posledních dvou letech, a kdy máme dostatek empirických poznatků o jejich příčinách, průběhu a důsledcích, kdy máme potřebnou sadu informací o tom, jak na inflaci reagovala měnová politika (i politika rozpočtová), nadchází čas pro zpětný pohled i pro úvahu co bude dále. Tato esej vybírá pouze tři pohledy – roli modelů, obecněji roli měnové politiky a téma stability sazeb ve volatilním prostředí.

Role modelů

Bankovní rada se v posledním roce a půl stavěla k výstupům modelů s jistou skepsí. Je vskutku třeba se smířit s tím, že modely mají své limity a problémy. V první řadě je to malý objem vstupních statistických dat. Spolehlivá a dostatečně podrobná historická data jsou nezbytností, přitom k dispozici jsou nanejvýš pro několik posledních dekad. Vezmeme-li – jen jako příklad – periodu 1960-2023, pak základních makroekonomických čtvrtletních údajů je pro toto období jen o něco málo více než 250. Jakkoliv se taková sada dat může na první pohled jevit jako dostačující, v realitě tomu tak není. V této periodě nastalo totiž pro potřeby řádného testování a modelování trendů jen málo krizových period, například v USA méně než deset, což není dost. Sice lze vysledovat, proč ke každé jedné krizi došlo, ale naše schopnost včas rozpoznat kdy a proč nastane krize příští se nezlepší. Pro větší detail viz text *Why Are Economists Still Uncertain About the Effects of Monetary Policy?* (Autor Paul Ho z Federální rezervní banky v Richmondu, květen 2023). V našem případě je řada použitelných čtvrtletních statistických dat ještě výrazně kratší.

Modelování dále komplikuje skutečnost, že je jen obtížné (ne-li téměř nemožné) hledat paralely v příčinách i průběhu jednotlivých krizových period. Každá krize je nepodobná těm předchozím a je

navozena nebo živena specifickými externími nebo interními okolnostmi. Třeba měnící se strukturou ekonomik, mírou jejich otevřenosti, globalizací a deglobalizací, novými cestami hledání výnosu a různými bublinami, a samozřejmě reakční funkcí hospodářské politiky a jejích opatření. Pokud jde o nás, stačí uvážit epizody 1997-1998, 2008-2011, covid či válku na Ukrajině.

Důsledkem může být, že, položíme-li cvičně vedle sebe propočtové odhady dopadu úpravy úrokových sazeb, výsledky se budou (v nemalé míře) lišit nejen velikostí odezvy inflace, ale rovněž časovým horizontem (transmisí), kdy se koncentruje účinek měnově-politického opatření. Vezmeme-li toto v úvahu, pak je skutečně třeba přistupovat s jistou dávkou obezřetnosti i k doporučením pro další kalibraci měnové politiky, vzešlým z modelové prognózy.

Modely ovšem nelze na druhou stranu úplně zatracovat, ale toto se ani nenavrhuje. Ale ať už se na modely a na práci s nimi díváme více či méně skepticky, nelze jim upřít jeden přínos – jsou nástrojem, který dává měnově-politické diskusi řád a jednotlivým argumentům příslušnou váhu. V tomto mají a vždy budou mít nezastupitelnou úlohu.

Komunikace o modelech a jejich roli by měla zůstat veskrze opatrná a není namístě se ukvapovat. Jako se stalo v případě, kdy bylo řečeno, že dle modelové simulace se růst sazeb projeví v poklesu inflace jen marginálně. Nebo že síla a stabilita kurzu „vydala“ za tři zvýšení úrokových sazeb po 25 bodech. Což neseď, protože je tu jiné transmissní zpoždění účinků pohybu kurzu na inflaci v porovnání s úpravou úrokových sazeb, a také kvůli jinakosti transmissních cest, kterými jsou účinky na inflaci doručovány. Navíc se dnešní stabilní kurz může stát zítra velmi volatilní položkou. Kurz prostě není substitutem úrokových sazeb. Vazba mezi transmisí účinků kurzu na pokles inflace v čase „t“ a vývojem budoucí inflace (v čase transmise účinku úrokových sazeb) je jen velmi volná, pokud vůbec nějaká. Tím spíše, že odhady budoucího vývoje devizového kurzu jsou velmi „soft“, což svého času správně připustila i sama naše centrální banka.

Po intervenční epizodě z poloviny roku 2022 měly zásluhu na silném postavení koruny převážně vnější faktory, resp. nemalý úrokový diferenciál na hlavní měny. Nikoliv tedy výkonnost tuzemské ekonomiky, která spíše mluvila proti stabilitě koruny. Pravda je, úroková nečinnost ČNB v tomto kontextu stabilitě kurzu nepomohla, ale ani jí neublížila. A pravda také je, že příspěvek silného kurzu k účinnému tlaku proti inflaci byl – s výhodou zpětného pohledu – zřejmý.

Na modelech je zapotřebí kontinuálně pracovat, aby lépe zobrazovaly vývoj fundamentálních střednědobých a dlouhodobých inflačních i deflačních faktorů. Moderní centrální banky na vylepšení modelů v těchto směrech průběžně pracují, stejně jako tak činily i v předchozích dekadách. Tato činnost nikdy nekončí. Už jen zběžným pohledem to lze na první dobrou vyčíst třeba ze záznamů z měnových zasedáních.

Role měnové politiky

„Stating the obvious“: není misí měnové politiky při přijímání opatření přihlížet ke strukturálním dopadům přijímaných měnově-politických opatření (což neznamená, že je nemá sledovat). Nebo dokonce naznačovat, že taková opatření (či neopatření), jsou preferována mimo jiné i proto, že dopady inflace jsou heterogenní (viz naší centrální bankou použitý argument, že malé a střední firmy trpí vysokými úrokovými sazbami více než velké). Měnová politika může a musí být jen jedna. Samotná ostatně ani nemá nástroje, jak dopady svých opatření diferencovat (ty ovšem má do určité míry politika

makroobezřetnostní). Přesněji, jak je diferencovat jinak, protože její dopady jsou totiž tak jako tak diferencované. To je realita, ať už se hraje třeba karta setrvale vysokých sazeb nebo třeba sazeb reálně záporných. Nebo ať už se drží (či nikoliv) přístup častějších úprav, více reflektujících změny inflačních prognóz a modelem indikované změny nastavení úrokových sazeb. Při (nejen) vysoké a volatilní inflaci i neměnné sazby doručují do ekonomiky – stejně jako sazby pružně reagující na prognózu – změny redistribučních účinků reálných sazeb.

Setrvalých 7 % na repo sazbě tu bylo rok a půl až do prosincového měnového zasedání 2023. Při pohledu ex ante na predikci reálných sazeb v horizontu nejučinnější transmise v polovině roku 2022, kdy byl oznámen záměr držet nadále sazby stabilní, to znamenalo, že měnová politika zůstane po jistou dobu uvolněná (na rozdíl od toho, co zaznívalo z úst některých členů bankovní rady). Při následném poklesu prognózované inflace pak pokračující stabilita sazeb znamenala, že se měnová politika překlápí z uvolněné do restriktivní polohy. To je současný stav. Prosincová kosmetická změna na tom nic nemění, jakkoliv její signální rozměr nelze podceňovat.

Měnová politika může ekonomice nejlépe pomoci, když inflaci jako celek co nejrychleji sníží a ekonomiku tak ochrání nejen před celkovými náklady, které inflace přináší, ale také před heterogenními dopady a redistribučními efekty, inflací vyvolanými. Není to otázka jestřábího postoje, je to otázka poměření krátkodobých versus dlouhodobých nákladů, které ekonomika jako celek ponese. Totéž platí pro krátkodobé versus dlouhodobé benefity. A jejich vzájemnou bilanci. Na diferencovanou hospodářskou politiku máme vládu a její fiskál.

Snaha sazby držet déle stabilní nebo reagovat průběžně?

V nejpalcivějších chvílích pádící inflace v druhém pololetí 2022 zazněla z prostředí bankovní rady úvaha, že je lepší držet sazby po delší dobu stabilně tam kde jsou. Stabilita sazeb je prý údajně lepší, než když je s nimi častěji hýbáno. Má to být pro trh čitelnější.

Názory na to, zda se sazbami častěji kvedlat či preferovat jejich stabilitu a dělat úpravy v případě potřeby v delších intervalech, jsou evergreenem debat o měnové politice. Každý z těchto dvou přístupů má obecně svá pro i proti. Ale ČNB se rozhodla pro stabilitu, což se jako forward guidance jevílo – v nejdramatičtější fázi inflačního vzepětí – jako velmi odvážný a riskantní počín. Tím si vykoledovala, že se o této dramatické otočce v měnové politice a o její mediální prezentaci bude ještě dlouho diskutovat, stejně jako o všech přelomových krocích, které ČNB učinila v předchozích dekádách. Bude to mít své zastánce i odpůrce. Tím spíše, že se tento krok – zajisté jen zcela náhodně – sešel i s předchozím neomaleným voláním některých politických špiček po nižších sazbách.

I když se svými kroky a komunikací snaží centrální banky (tedy nejen ta naše) situaci zklidňovat a dávají najevo, že mají věci pod kontrolou, bylo by s podivem, kdyby netonuly v obavách a nejistotě. Jak už řekl klasik, žít v nejistotě a obavách je prostě jejich práce. Ponejprv dekáda obav z deflace a nominálních sazeb na nule, uchylování se k užívání nestandardních měnových nástrojů, pak covid a fiskální dominance, následované inflačním vzednutím, posléze válka a energetická krize, a nejnověji fenomén deglobalizace ve světové ekonomice.

Takové prohlášení “whatever it takes” svého času bylo nejspíše přesně tím, co nervózní trhy potřebovaly slyšet. Když ale odmyslíme kontext, ve kterém to zaznělo, tak samo o sobě je to prohlášení značně diskutabilní. Teď najednou zřetelně vidíme (dříve se to šeptalo jen v kuloárech institucí), že na inflaci

bylo zaděláno i měnovými politikami od začátku nového milénia po velké finanční krizi, a dědictví velké monetární (a fiskální) expanze bude centrální banky (a nás všechny) neblaze provázet ještě nemalý čas.

Toto vše jsou důvody minimálně k zamyšlení, zda měnové politiky byly v těchto trudných časech na výši výzev doby, a jak je případně posunout někam dál. Ta debata už tu je, tu a tam z ní vyvěře cosi na veřejnost (konferenční sborníky, občas – ale ne moc často – i pasáže ze záznamů z měnových zasedání). Když to nezúčastněný čtenář sleduje, začne se mu vnucovat myšlenka, že tato debata zatím nic převratného nepřinesla. Viz poslední symposium v Jackson Hole. Osobně dodávám: naštěstí, budme rádi. Převratné změny (doplňky) v instrumentáriu, které se mohly v určitý okamžik jevit jako správné (proti)opatření, v delším horizontu nezřídka navodily více otázek než odpovědí a jsou dnes často kritizovány. I ČNB si v tomto směru prošla hořkou školou života. Podstatné je, že dosavadní mainstreamové chápání měnové politiky přetrvává, jejím cílem je rozhodný návrat inflace poblíž k inflačnímu cíli a preferovaným východiskem je její nezávislost a používání standartních nástrojů, osvědčených v posledních dekáдах.

Perioda nízké inflace poznamenala měnovou politiku nejen vznikem nestandardních nástrojů, ale také jistým méně či více vědomým pomíjením toho, že se v ekonomikách hromadí inflační nálož, která se dříve či později promění ve skutečnou inflaci. Jakkoliv si toho centrální bankéři bezesporu byli vědomi. Veřejný prostor však byl monopolizován snahou podpořit hospodářský růst a posléze tlumit dopady pandemické krize. Praporu již zmíněného hesla „whatever it takes“ se ujaly fiskál a vládní politiky, centrální banky jim ale významně sekundovaly otálením s nasazením těžkých kalibrů proti startující inflaci. V literatuře se lze setkat s tvrdými výpady proti centrálním bankám poukazem na to, že včas nenastoupily proti inflaci v obavách, že naruší počínající hospodářské oživení po pandemické krizi. Podle kritiků se tím ovšem spolupodepsaly na tom, že inflace vyšplhala až tam, kam vyšplhala.

Kritika se také opírá o argument, že když ekonomiku dostihne inflační šok, může forward guidance (která je efektivním nástrojem ovlivňujícím pohled trhu na budoucnost) působit kontraproduktivně – zejména pak v situaci, pokud centrální banka drží po delší dobu ex ante záporné reálné úrokové sazby. Vysílá tím signál, že měnové podmínky zůstanou – navzdory prognóze inflace – uvolněné a budou tak dodávat živiny persistenci inflace.

Jak si teď stojíme

Pro měnovou politiku, stejně jako pro celou hospodářskou politiku platí, že když už se nějaké opatření přijme, tak už se nikdy nedozvíme, kam by se situace ubírala, kdyby takové opatření přijato nebylo nebo kdyby bylo přijato opatření jiné – neexistuje změřitelná alternativa. Ať už tedy experti analytici hodnotí uplynulého půl druhého roku kdekoliv na škále od kritiky až po názorové souznění, podstatné by pro nás mělo být, že finanční trh politiku ČNB přijal a že si ČNB v měnové politice udržela svou důvěryhodnost.

Hodnocení aktuální měnové politiky ČNB bude převážně pozitivnější, než tomu bylo v uplynulém půldruhém roce: ano, je důvodné čelit nejistotě ohledně dalšího vývoje inflace obezřetným přístupem k cyklu snižování sazeb. Doufejme, že v příštích dvou či třech měsících další statistické údaje o inflaci nepřinesou nějaké výrazně nepříjemné překvapení – nicméně vyloučit to úplně nelze. Mnohokrát už bylo během tohoto vzednutí inflace upozorňováno na nebezpečí odukotvení inflačních očekávání, stejně jako na to, že se při vyšších hodnotách stává inflace živnou půdou pro nárůst tlaků na přenášení jejího

dopadu dále po dodavatelsko- odběratelském řetězci a pro snahu vytěžit z ní dodatečnou výhodu. Je to jeden z jejích projevů a nelze mu čelit jinak než přísnou měnovou politikou.

Pokud jde o to, kam až sazby klesnou, ČNB si v tomto správně nechává komunikačně otevřená vrátka. Cílově je třeba ukotvit sazby tak, aby reálně nebyly ani záporné ani neutrální, ale (v rozumně šlapající ekonomice) byly výše než prognózovaná inflace, řekněme o jeden procentní bod. ČNB to v tomto smyslu již naznačila.

Přísnou politikou teď ovšem ČNB ekonomice z jejích nerůstových problémů rozhodně nepomůže. Nejméně pak těm, kdo nedosáhnou na úvěrové eurové financování, tedy malým a středním podnikům, jejichž strádání v důsledku vysokých sazeb bylo v komunikaci ČNB opakovaně zmiňováno jako jeden z důvodů pro zastavení dalšího růstu sazeb. Trochu překvapivě jsme se nedávno nově dozvěděli, že stávající přísné nastavení sazeb vlastně tolik růst nepoškozuje. Zdá se tedy, že komunikačně se z modelů dá extrahovat dle momentální potřeby mnohé. Odborný aparát ČNB to jistě netěší. A reputaci modelů to moc nepomůže.

Cokoliv, co centrální bankéř řekne, může mít na vnímání budoucí inflace veřejností nemalý vliv. Komunikace ČNB se od poloviny roku 2022 v uplynulých několika čtvrtletích postupně přece jen zlepšila, ale přesto se neobešla bez přešlapů – nejspíše souvisejících s tím, že banka nemluví jen k odborné veřejnosti a k tržním hráčům, ale že také potřebuje oslovit širokou veřejnost. Přeložit měnově-politickou hantýrku do „lidštiny“ a přitom nepřijít o korektní argumentování není úplně jednoduchá věc. Něco podobného jsme zažili i dříve, když byl vyhlášen kurzový závazek. Ve zlomových momentech zkrátka asi nezbyvá, než se s tím smířit.

Zdroj: ČNB, Bloomberg, Reuters