

## Možné varianty měnové politiky v období téměř nulových sazeb

Centrální banky napříč vyspělým světem realizují v kontextu slabého makroekonomického vývoje velmi uvolněné měnové politiky. Řada z nich stlačila své základní úrokové sazby blízko k nule. Americký Fed či japonská centrální banka snížily sazby na téměř nulové hodnoty již před lety (např. Fed již v prosinci 2008). Některé banky přistoupily k této formě měnové expanze poměrně nedávno, když např. ČNB snížila svojí dvoutýdenní repo sazbu na 0,05 % teprve v loňském listopadu. Se snížením sazeb je relativně pozadu ECB, byť i ta se po tři čtvrtě roce uchýlila ke korekci své refinanční sazby o 0,25 procentního bodu na 0,50 %. Mnohé centrální banky tak stály nebo aktuálně ještě stojí před otázkou, jaké případné další měnové stimuly použít k podpoře finančních systémů, potažmo reálné ekonomiky. Např. Fed, jak je již všeobecně známo, se s bariérou nulových sazeb vyrovnává prostřednictvím kvantitativního uvolňování, tedy nakupováním státních a hypotečních dluhopisů od komerčních bank (podobnou politiku zastávají rovněž centrální banky Velké Británie a Japonska). ECB se zase na přelomu let 2011 a 2012 rozhodla evropským bankám, zužovaným dluhovou krizí, poskytnout levnou likviditu formou tříletých úvěrů (tzv. operace LTRO), tedy přistoupila k poskytování úvěrů s delší než obvyklou dobou splatnosti. Další měnové autority, jako např. švédská nebo dánská centrální banka, dokonce přistoupily k politice záporných úrokových sazeb (dánští centrální bankéři v červenci 2012 snížili depozitní sazbu na -0,20 %). Další možností měnových stimulů je provádění devizových intervencí. O této variantě měnové expanze, konkrétně tedy ve formě prodeje české koruny a nákupu zahraniční měny, se již několik měsíců debatuje také na půdě ČNB. Než se vrátíme k možnosti provádět devizové intervence ze strany ČNB, tak se zamysleme nad dalšími měnověpolitickými návrhy, jenž se čas od času objevují v ekonomických debatách a které mají za cíl se vyrovnat s bariérou nulových sazeb.

Jedním z takových návrhů je cílovat vyšší inflaci. Ekonomové se v tomto kontextu zamýšlejí nad otázkou, zda by nebylo pro ekonomiky příznivější mít o něco vyšší míru inflace než jsou 2 %, které jsou v mnoha zemích obvyklým inflačním cílem. Vyšší inflace (např. kolem 4 %) by vytvářela tlak na růst nominálních úrokových sazeb, které by se pak mohly dostat na průměrnou hodnotu kolem 6 %. Měnová politika by pak za této konstelace měla větší manévrovací prostor a hned tak by nenarazila na hranici nulových sazeb. Je však vyšší míra inflace z národohospodářského pohledu žádoucí? Domnívám se, že spíše ne. Vyšší inflace s sebou většinou přináší větší nestabilitu makroekonomických veličin a vyznačuje se větší variabilitou, kdy její výkyvy kolem např. 4% průměru bývají výraznější než je tomu v případě nízkoinflačních ekonomik. Riziko neočekávaných inflačních šoků je tedy podle mého názoru vyšší v ekonomikách s vyšší mírou inflace. Výraznější inflační výkyvy navíc vytvářejí nestabilní inflační očekávání a to celkově nepřispívá k makroekonomické stabilitě. Měnová politika, jejíž cílem je sice nižší, ale o to stabilnější inflace má tak podle mého názoru potenciál vytvářet stabilnější a více predikovatelné ekonomické prostředí než politika s vyšším inflačním cílem.

Další diskutovanou variantou, která by teoreticky měla zabránit nárazu na nulové sazby je cílování nominálního HDP. Cílování agregátní makroekonomické veličiny v podobě nominálního HDP je však velice obtížné, a to

z pohledu existence hospodářských cyklů. Pokud by centrální banky chtěly cílovat nějakou optimální hospodářskou úroveň a ekonomiky by se zrovna nacházely v recesi (např. podobné té, kterou nyní prožívá eurozóna), pak by pravděpodobně musely aplikovat ještě uvolněnější měnovou politiku než je tomu dnes a k nárůstu na nulové hodnoty základních úrokových sazeb by tak dříve či později stejně došlo. Při cílování nominálního HDP navíc hrozí, obdobně jako při výše zmíněné politice vyššího inflačního cíle, zvýšená volatilita ekonomických veličin (úrokových sazeb, inflace). Výraznější kolísání makroveličin pak centrální banky nutí manévrovat častěji, což ale pak může působit kontraproduktivně a vliv měnové politiky na reálnou ekonomiku se tak snižuje. Cílování nominálního HDP tak zřejmě také nebude patřit mezi optimální měnověpolitickou variantu. Ostatně ve vyspělých zemích se k této formě měnové politiky doposud nepřistoupilo (zůstává tak pouze v teoretické rovině), a to právě díky výše nastíněným negativním faktorům.

Zdá se tak, že (vzhledem k výše uvedenému) se úvahy tuzemských centrálních bankéřů o možném provádění devizových intervencí jeví jako smysluplné. Již v loňském září někteří představitelé ČNB naznačili možnost intervencí na měnovém trhu, a to s cílem oslabit korunu. Koruna byla totiž od loňského června v apreciačním trendu, kdy posilovala z úrovně kolem 25,90 CZK/EUR až k hladině 24,40 CZK/EUR v září (apreciace o téměř 6 %). Jistá slovní intervence proti koruně ze strany ČNB tak byla tehdy logickým krokem. Takto silná koruna, v situaci slabé domácí poptávky a téměř nulových inflačních tlaků, totiž české ekonomice neprospívala. Loni v září však ještě dvoutýdenní repo sazba činila 0,50 % a ČNB tak měla ještě mírný prostor pro snížení své základní sazby. To také v loňském říjnu a listopadu dvakrát za sebou učinila a postupně tak snížila sazbu až téměř k nule na 0,05 %. Toto snížení ve spojitosti s prohlášeními, že devizové intervence proti koruně jsou stále ve hře, vytvářelo tlak na domácí měnu a ta také od 3Q 2012 nastolila depreciační trend a postupně oslabovala až k úrovním 25,90 CZK/EUR vykazovaných letos v dubnu. Koruna se tak podle mého názoru dostala v současnosti na takové úrovni, kdy devizové intervence ze strany ČNB nejsou na pořadu dne. Přesto si myslím, že v případě výraznějšího vychýlení kurzu zpět pod hranici 25 CZK/EUR jsou devizové intervence řešením.

Byť je samozřejmě třeba říci, že nejsou nástrojem všemocným. A to už jen z toho důvodu, že devizové intervence se řadí mezi tzv. nepřímé nástroje měnové politiky, tedy působí zprostředkovaně a není tak předem jasné, jak na ně zareagují ekonomické subjekty. Není tedy např. předem zaručené, zda se oslabení koruny a následné případné posílení exportu promítne i do rostoucích mezd, do větší spotřeby domácností a tedy do vyšší inflace. Podpořit inflaci a zvýšit inflační očekávání, to je v podstatě jeden z cílů devizových intervencí. Domácnosti a firmy by tak v důsledku očekávaného zvýšení cenové hladiny měly mít tendenci neoddalovat svojí spotřebu a více utrácet a investovat. Vyšší míra inflace však s sebou přináší i zvýšení cen zboží každodenní spotřeby, u kterého je většinou poptávka cenově neelastická. To pak může vést ke snížení disponibilních příjmů domácností, k utlumení spotřeby a ke snížení efektu devizových intervencí. Devizové intervence tak samozřejmě mají své kladné a záporné efekty.

Česká ekonomika je malou otevřenou ekonomikou, která je do značné míry závislá na zahraniční poptávce a tedy na velikosti čistého exportu. A v malé otevřené ekonomice by použití devizových intervencí mělo mít své místo a smysluplnost. Kladné efekty plynoucí z intervencí by tak měly převyšovat nad zápornými efekty. Navíc je třeba zmínit důležitý fakt, že tuzemské banky, podniky a domácnosti se převážně financují v domácí měně (nikoliv v zahraničních měnách). Nehrozí tak, že deprecie koruny plynoucí z devizových intervencí bude mít finančně destabilizující dopady.