

Pojednání
o podstatě
a původu
inflace
v České republice
2020 - - - - - 2023

Štěpán Drábek

Institut liberálních studií

Obsah

Ocenění práce	6
Poděkování	6
Předmluva	8
1–Úvod	11
2–Dvojí pojetí inflace	17
2.1 Inflace z pohledu rakouské ekonomické školy	17
2.2 Inflace z pohledu hlavního ekonomického proudu	18
2.3 Důsledky sémantické revoluce	19
3–Druhy inflace	21
3.1 Poptávková inflace	22
3.1.1 Návrat ekonomiky na potenciální produkt po předešlém růstu agregátní poptávky	24
3.1.2 Setrvačná inflace	25
3.2 Nákladová inflace	29
3.2.1 Akomodace nákladového šoku	30
3.3 Srovnání poptávkové a nákladové inflace	32
3.4 Některé z implikací AD-AS modelu	33
3.4.1 Údajná nutnost recese v dezinflačním procesu	33
3.4.2 Mýtus ziskové či mzdové inflace	34
4–Inflace – vždy a všude peněžní jev?	37
4.1 Příčiny a důsledky velké inflace ve Spojených státech	37
4.1.1 Pád Brettonwoodského systému	39
4.1.2 Ropné šoky v letech 1973–1974 a 1978–1979	41
4.1.3 Mylný odhad přirozené míry nezaměstnanosti	43
4.2 Kvantitativní teorie peněz	46
4.3 Inflace jako ryze peněžní jev	48
4.3.1 Fundamentální problém monetaristického přístupu k inflaci	49
4.3.2 Role peněz jako proměnné v měnové politice	50
4.3.3 Vztah mezi bilancí centrální banky, peněžní zásobou a inflací	54

5–Měnová politika	61		
5.1 Cenová stabilita a režim inflačního cílování	62		
5.1.1 Odůvodnění kladného inflačního cíle	63		
5.2 Transmisní mechanismus konvenční měnové politiky	72		
5.2.1 Úrokový a úvěrový kanál	73		
5.2.2 Kurzový kanál	75		
5.2.3 Kanál cen aktiv	76		
5.3 Horizont měnové politiky	77		
5.4 Taylorovo pravidlo a Taylorův princip	79		
5.4.1 <i>Ex ante</i> a <i>ex post</i> reálná úroková míra	80		
5.5 Nekonvenční měnová politika	81		
5.5.1 Zero lower bound & Liquidity trap	81		
5.5.2 Kvantitativní uvolňování	84		
5.5.3 Řízení nominálního měnového kurzu a kurzový závazek ČNB	86		
6–Inflace v ČR a ve světě	91		
6.1 Vývoj inflace v ČR po ukončení kurzového závazku ČNB – počátek vzednutí inflační vlny?	91		
6.2 Implikace pandemie covid-19 pro měnovou politiku	93		
6.2.1 Dopady protipandemických opatření na HDP	93		
6.2.2 Reakce ČNB na makroekonomické dopady protipandemických opatření	95		
6.2.3 Makroekonomická povaha pandemického šoku	97		
6.3 Analýza inflačních tlaků v ČR	100		
6.3.1 Inflace v ČR a ve světě – nabídkový, či poptávkový fenomén?	100		
6.3.2 Vývoj míry inflace	104		
6.3.3 Vývoj HDP jako „lakmusový papírek“ charakteru inflace v ČR	106		
6.3.4 Trh práce a míra nezaměstnanosti	109		
6.3.5 Vývoj peněžní zásoby	112		
6.3.6 Fiskální teorie cenové hladiny a její implikace pro nynější inflační epizodu	115		
6.3.7 Porovnání a vysvětlení rozdílů v mírách inflace v ČR a jiných zemích	119		
6.3.8 Byla měnová politika ČNB dostatečně přísná?	123		
		6.4 Paralely s velkou inflací v 70. letech	129
		6.4.1 Úloha historie v ekonomii	129
		6.4.2 Role inflačních očekávání v měnové politice	130
		6.4.3 Mýtus čistě nákladové inflace a odukotvení inflačních očekávání	135
		6.4.4 Perzistence zvýšené inflace	138
		7–Náklady inflace	143
		7.1 Dopady inflace na dlužníky a věřitele	144
		7.2 Cantillonův efekt aneb redistribuční účinky inflace	144
		7.3 Inflace jako skrytá daň	147
		7.4 Narušení procesu ekonomické kalkulace	149
		7.5 Je inflace zlem?	150
		8–Závěr	153
		Použitá literatura	155
		Doplňkové eseje	171
		— Co Česká národní banka učinila dobře a v čem naopak pochybila?	173
		Aneb zpětné vyhodnocení měnové politiky ČNB	
		— Nad inflací, nebo pod inflací?	181
		Kde že jsou úrokové sazby?	
		— Cenová stabilita obnovena, počinání guvernéra Michla navzdory	185
		— Způsobilo vysokou míru inflace v ČR tištění peněz?	189
		Aneb proč inflace není vždy a všude peněžní jev	
		— Lze se spoléhat na prognostický aparát centrální banky?	197
		Aneb proč byly prognózy inflace tak hrubě nepřesné	
		— Co znamená růst přirozené úrokové míry?	203
		— Bylo oslabování koruny největší chybou ČNB?	209
		Aneb jak to doopravdy bylo s kurzovým závazkem	

Ocenění práce

Tato studie byla oceněna prestižní Učenou společností ČR, když za ni autor obdržel *Cenu Učené společnosti České republiky* za mimořádné vědecké aktivity studentů České republiky. Dále se autor s touto prací umístil na 3. místě ve finále soutěže *České hlavičky* a na 2. místě na celostátní přehlídce soutěže *Středoškolská odborná činnost* (SOČ), přičemž v krajském i okresním kole zvítězil. Závěry této práce byly taktéž prezentovány na odborné konferenci Přírodovědecké fakulty Univerzity Palackého v Olomouci, kde v rámci *Konference mladých přírodovědců* skončil autor celkově na 3. místě za nejlepší prezentaci odborné práce, přičemž zvítězil v sekci *Biologie, ekologie a životní prostředí, Matematika a informatika, Fyzika* (autor soutěžil v oboru Matematika).

Poděkování

Děkuji především panu **Ing. Pavlu Potužákovi, Ph.D.**, a to nejen za opravu mých chyb a jeho cenné připomínky k textu při vedení mé práce, nýbrž také za jeho výjimečně inspirativní způsob přednášení o (makro)ekonomických tématech, který ve mně probudil zájem zabývat se těmito tématy hlouběji.

Mé poděkování patří panu **Ing. Mojmíru Hamplovi, MSc., Ph.D.**, jenž mi velice pomohl doporučením i zapůjčením patřičné literatury a svými kritickými poznámkami k mému textu.

Velmi vděčím panu **doc. Mgr. Tomáši Holubovi, Ph.D.** za jeho cenné komentáře k vybraným pasážím kapitol 4–6, které mi pomohly tyto části textu zlepšit.

Děkuji rovněž panu **Mgr. Ing. Dominiku Stroukalovi, Ph.D.** za jeho kritické připomínky k mé práci (zejména kapitole č. 4).

Rád bych také poděkoval své škole, Církevnímu gymnáziu Německého řádu v Olomouci, za její vstřícný přístup a prostor, který mi poskytla pro psaní této práce.

Nejvíce jsem však vděčný své rodině, bez jejíž podpory bych tuto práci nebyl býval dokončil.

Za všechny chyby a nepřesné formulace vyskytující se v této práci jsem však zodpovědný pouze já. Své případné připomínky prosím zasílejte na emailovou adresu stepan.drabek@inlist.cz.

Poznámka autora

V práci nejsou využívány vlastní ekonometrické modely, nýbrž se na ně autor pouze odkazuje. K závěrům empirické části práce je proto třeba přistupovat s určitou rezervou a nepovažovat je za definitivní ani vědecky rigorózní.

Předmluva

Mojmíra Hampla,

předsedy Národní rozpočtové rady

a viceguvernéra České národní banky v letech 2008 až 2018

Měl jsem tu čest a privilegium být jedním z konzultantů této studie Štěpána Drábka. A obě slova nemyslím nijak nadsazeně, protože jeho práci sleduji dlouhodobě a jsem neustále překvapován šíří jeho záběru, formální i obsahovou kvalitou jeho prací a neustálou chutí zlepšovat se, pracovat na sobě a tím pomáhat i čtenářům jeho textů k hlubšímu pochopení témat, jimž se věnuje. Jeho příspěvky jsou přitom natolik mimořádné, že většinu čtenářů musí nutně zarazit, že je píše teprve středoškolák, nikoli člověk s ukončeným vysokoškolským vzděláním.

Naprosto tytéž superlativy lze říci o této jeho knize, která splňuje – mohu to konstatovat z letité pedagogické zkušenosti – nároky na práci vysokoškoláka a to ještě vysokoškoláka spíše nadprůměrného, s mimořádnou motivací a zájmem o téma a s nadprůměrným množstvím literatury k tématu nastudované. Mohu říci, že jsem se z práce sám i poučil a dozvěděl se řadu věcí podaných novátorským a netuctovým stylem a lze říci, že nejspíš žádné akademické pracoviště zatím nevydalo podobně zaměřenou studii periody vysoké inflace v ČR v posledních letech, jakou byl schopen sepsat tento mimořádně bystrý středoškolský student. A to přitom šlo o jeden z nejvážnějších

a nejdiskutovanějších makroekonomických fenoménů posledních let. Ať už je to vinou slabosti ostatních, nebo silou práce jeho, je jeho příspěvek v jeho věkové kategorii nepochybně výjimečný a unikátní, v reáliích České republiky převyšující meze běžného tak zřetelně, že je škoda, že to nemohou ocenit ti, kteří se o ekonomickou vědu tolik nezajímají.

Pokud bude Štěpán Drábek ve své práci pilně pokračovat, pokud bude studovat a rozšiřovat své znalosti i na vysoké škole či vysokých školách, roste z tohoto mladého talentu budoucí nepřehlédnutelný ekonom a národohospodář.

V Praze dne 5. 6. 2024

Mojmír Hampl

1 — Úvod

Jeví se nanejvýš pozoruhodným, že zatímco se vyspělé ekonomiky od počátku 21. století potýkaly s náročnou výzvou, kterou představoval boj proti deflačním tlakům (či přinejmenším nutnost čelit hrozbě jejich příchodu) a odborná literatura v oblasti měnové politiky byla orientována právě na nalezení způsobů, jak se z tohoto stavu co nejjobratněji vymanit,¹ nese se začátek druhé dekády tohoto století v duchu vážné cenové nestability opačného druhu – vysoké míry inflace. Systém centrálního bankovníctví tak zažívá pomyslný otřes, když se náhle a neočekávaně dostala míra inflace z úrovní nízkých, oscilujících kolem inflačního cíle, na hodnoty dlouho nevídané.

Míra inflace překročila horní hranici tolerančního pásma ČNB² již ve druhém čtvrtletí roku 2021, kdy spotřebitelské ceny rostly meziročním tempem 3,1 % (ČNB, 2021a). Růst tempa cenové hladiny v dalších měsících nepolevoval, ba naopak, stal se ještě strmějším. Začátkem roku 2022 se míra inflace vyšplhala na dvojciferné hodnoty a rostla do nových výšin, až dosáhla nejvyšší hodnoty od prosince roku 1993, když v únoru roku 2022 činila 11,1 % (Keseliová *et al.*, 2023). Stojí přitom za zmínku, že míra inflace v České republice byla vyšší než v jiných zemích (byť nikoli zcela nejvyšší), přestože naše měnová

¹ Situaci *zero lower bound* se zabývám v kapitole č. 5.5.1.

² Od ledna roku 2010 je inflační cíl ČNB nastaven na hodnotu 2 % (ČNB, 2007), přičemž toleranční pásmo ČNB činí ± 1 p. b. výše tohoto inflačního cíle (Matějková, 2021).

autorita přikročila ke zvyšování úrokových sazeb dříve a učinila tak razantněji než ostatní centrální banky (Dvořáková, 2023). ČNB zvýšila svoji základní úrokovou sazbu (2T repo sazbu) na červnovém měnově-politickém zasedání v roce 2021 z původních 0,25 % o čtvrt procentního bodu na 0,5 % (ČNB, 2021b). Úrokové sazby dále rostly na každém z následujících zasedání bankovní rady až do června roku 2022, kdy vzrostly o 125 bazických bodů na úroveň 7 %, na níž se poté dlouhou dobu ustálily (ČNB, 2022a).

Jak píše F. A. Hayek (1933; s. 122): „Je nejspíše pravdou, že ekonomická analýza nebyla nikdy výsledkem nezaujaté intelektuální zvědavosti, kladoucí u určitých sociálních jevů otázku ‚proč‘, nýbrž spíše nutkavé touhy přetvořit svět, který dává vzniknout tak hluboké nespokojenosti.“³ Není příliš překvapivé, že kvůli nezvykle vysoké inflaci, s níž se (nejen) naše země až donedávna potýkala, jsme svědky společenského pnutí,⁴ jehož jediným pozitivem může být to, že poslouží jako dostatečná pohnutka pro ekonomický výzkum zabývající se tím, jak mohlo k tak zásadnímu pochybení ze strany centrálních bank (v podobě nedosahování vlastního inflačního cíle) dojít a co

³ Viz také Mises (2018; s. 69): „Teorie se vždy rozpracovávají s ohledem na jejich praktickou aplikaci. Neexistuje nic takového jako čistá věda a nezaujaté hledání pravdy.“, Popper (2008; s. 98): „Lze říci, že věda je v každém okamžiku svého vývoje konfrontována s problémy. Problém se zase může vynořit na základě praktických potřeb“, Popper (1995; s. 127–128): „Věda u problémů začíná a u problémů končí.“, Hayek (2001; s. 90): „Člověka přitahuje k vědeckému výzkumu zvědavost a potřeba. [...] Důvěrné obeznámení s fakty je jistě důležité; avšak systematické pozorování může začít až poté, co se objeví problémy.“ či Hayek (1952; s. 194): „Vědecké bádání je proto ze své podstaty nikdy nekončícím úkolem, kde každý krok vpřed nutně vytváří nové problémy.“

⁴ K negativním následkům inflace viz oddíl č. 7.

dělat pro to, abychom se něčeho podobného již příště vyvarovali⁵ – a právě o to se ve své práci snažím.

V teoretické části této práce (kap. 1–5) se nejprve zabývám vymezením pojmu „inlace“ s ohledem na jeho dvě různá, historicky významná pojetí (tj. rakouský přístup k inflaci a inflace z pohledu nyní převládajícího ekonomického proudu myšlení) a poté popisují, co způsobila sémantická revoluce u tohoto termínu.

V další kapitole se věnuji jednotlivým druhům příčin inflace. S pomocí standardního modelu agregátní poptávky a agregátní nabídky (AD-AS) rozlišuji inflaci způsobenou růstem agregátní poptávky (tj. poptávkově taženou inflaci) od té, jejímž původem je pokles agregátní nabídky (tj. náklady taženou inflaci). Kladu důraz na vysvětlení rozličných důsledků každé z těchto možných druhů inflace, a ty pak vzájemně porovnávám. U poptávkové inflace se zabývám mechanismem, který ekonomiku po předcházejícím rozmachu reálné produkce, způsobeném dlouhodobě neudržitelnou stimulací agregátní poptávky, vrací na úroveň produkčního potenciálu. Ukazuji rovněž možnou příčinu setrvačné inflace, jež tkví v chybném odhadu výše potenciálního produktu jakožto klíčové proměnné a pozastavuji se také nad tím, zda setrvačná inflace nemůže nakonec ovlivnit vedle nominálních veličin i ty reálné. Dále popisují následky akomodace nákladového šoku ze strany centrální banky a ukazují, že je-li nákladový šok důsledně akomodován, skutečnost, že na samém počátku jejího vzednutí byla inflace determinována výlučně nabídkovými, a nikoli poptávkovými faktory, se může stát zcela irelevantní. Pomocí

⁵ Jak praví Jan Frajt (2023a; s. 1): „Centrální banky ve vyspělých zemích, obzvláště v Evropě, cenovou stabilitu v posledních dvou letech ztratily. Nyní musíme vyhodnotit, proč se tak stalo a jak tomu do budoucna zabránit.“

grafického aparátu dále znázorňují úskalí AD-AS modelu spočívající v tom, že v praxi nemusí být snadno rozpoznatelné, o jaký druh inflace se přesně jedná, jelikož v realitě nejsme s to vidět pohyby jednotlivých křivek, nýbrž pouze pomyslné změny poloh bodů na tomto schématu (odrážející reálnou produkci na horizontální ose a cenovou hladinu na ose vertikální), které mohou být u poptávkové a nabídkové inflace shodné. Nakonec se stručně věnuji některým implikacím tohoto modelu, a sice mýtu nutnosti recese v dezinflačním procesu a kritice narativu ziskové či mzdové inflace.

Obsahem čtvrté kapitoly je posouzení, zda je platná teze Miltona Friedmana o tom, že inflace je vždy a všude peněžním jevem. Rozebírám nejdříve příčiny a důsledky vysoké míry inflace ve Spojených státech v 70. letech minulého století, která měla zásadní dopad na změny v ekonomickém myšlení, zejména pak v oblasti monetární politiky. Objasňuji, že příčinou této inflační periody byly spíše významné měnověpolitické chyby centrálních bank než často uváděné ropné či obecněji nákladové šoky. Z těchto chyb vyzdvihuji nesprávný odhad přirozené míry nezaměstnanosti a tehdejší keynesovskou doktrínu politiky plné zaměstnanosti, které se tehdy měnové autority snažily za každou cenu dosáhnout, což však bylo v rozporu s přirozenou mírou nezaměstnanosti. Dále formuluji rovnici kvantitativní teorie peněz a popisuji, co z ní vyplývá. Závěrem se věnuji fundamentálnímu problému této teorie, jímž je koncepční neuchopitelnost pojmu „peníze“, a rozdílu mezi peněžní zásobou a likviditou.

Pátá kapitola je dedikována měnové politice. Prvně se zde zabývám tím, proč je cenová stabilita definována jako kladná, a nikoli nulová míra inflace. Jako hlavní důvody uvádím jednotlivá zkreslení indexu spotřebitelských cen a určitou rezervu proti deflaci. Obhajují tažení centrálních bank proti deflaci způsobené oslabující agregátní poptávkou a argumentuji případem dekády stagnující ekonomiky

Japonska, jež se potýká s nepřetržitou deflací, nebo alespoň příliš nízkou inflací. Dále se věnuji transmisnímu mechanismu měnové politiky. Popisují jednotlivé kanály, jimiž změny úrokových sazeb centrální banky působí na ekonomiku. Zdůvodňují zpoždění měnové politiky a měnověpolitický horizont centrální banky. Další (pod)kapitola je určena Taylorově pravidlu jakožto klíčovému měnověpolitickému pravidlu, jež je dodnes součástí makroekonomických modelů centrálních bank. Na základě této rovnice objasňuji koncept neutrální úrokové sazby, přirozené úrokové míry a efektivní reálné úrokové míry centrální banky. Rozlišuji *ex ante* a *ex post* reálnou úrokovou míru a argumentuji, že první zmíněná je pro měnovou politiku relevantnější. V neposlední řadě se zabývám i nekonvenčními nástroji měnové politiky, jakými jsou kvantitativní uvolňování a řízení nominálního měnového kurzu domácí měny a uvádím příklad kurzového závazku České národní banky v letech 2013–2017.

V rozsáhlé empirické kapitole (č. 6) se zabývám příčinami vzednutí inflační vlny na počátku této dekády. Ukazují, že pandemie covid-19 představovala pro měnovou politiku jak nákladový šok, tak rovněž zesílení poptávkových inflačních tlaků. Na základě vývoje makroekonomických veličin (jmenovitě míry nezaměstnanosti, tempa růstu peněžní zásoby či nominálního a reálného HDP) docházím k závěru, že inflace v ČR byla poháněna dominantně poptávkovými faktory, třebaže i ty nákladové hrály důležitou roli. Tento závěr je v souladu s mimořádně expanzivní fiskální politikou vlády; v souvislosti s ní představuji fiskální teorii cenové hladiny. Závěrem hledám paralely mezi nynější inflační periodou a velkou inflací v 70. letech. Vysvětluji, že kvůli tomu, že centrální banky nahlížely na inflace „nákladovou optikou“, poněkud podcenily její schopnost stát se setrvaletší záležitostí v důsledku odukování inflačních očekávání.

V závěrečné kapitole se zabírám negativními důsledky inflace. Popisuji dopady očekávané a neočekávané inflace na dlužníky a věřitele. Ukazuji, že i očekávaná inflace má vážné redistribuční účinky. Dále představuji tezi, že inflace je skrytou daní, a posuzuji její platnost. V neposlední řadě vysvětluji, jak inflace narušuje klíčový proces ekonomické kalkulace, a činí tak alokaci vzácných zdrojů méně efektivní. Nakonec poukazuji na skutečnost, že v souvislosti s inflací mnozí ekonomové vyjádřili normativní soudy, které však – zdá se – jsou v tomto specifickém případě oprávněné.

2 — Dvojí pojetí inflace

Nejdříve je zapotřebí jasně definovat ústřední termín, jímž se celá tato práce zabývá. Je totiž „nemožné bojovat proti nějaké politice, když ji nelze pojmenovat“ (Mises, 2018; s. 382).

V historii lze dohledat dvě hlavní rozličná pojetí *inflace*. Kdykoli se před druhou světovou válkou tento výraz někde objevil, označoval zpravidla nárůst peněžní zásoby (Salerno, 2003). Zatímco dnes je inflací běžně chápán růst celkové hladiny cen v ekonomice (Mankiw, 2009). Je tedy zřejmé, že dnešní podoba koncepce inflace se značně liší od jejího dřívějšího vnímání (Šíma, 2002).

2.1 Inflace z pohledu rakouské ekonomické školy

V původním pojetí inflace, kterým se dodnes řídí někteří z řad rakouské ekonomické školy, od jehož používání se však v hlavním ekonomickém proudu postupně upustilo, byl tímto pojmem míněn růst peněžní zásoby, případně „zvýšení množství peněz [...], které není kompenzováno odpovídajícím zvýšením potřeby po penězích“ (Mises, 1953; s. 240).⁶ Můžeme proto zformulovat následující identitu, v níž π značí míru inflace a $\Delta M/M$ přírůstek peněžní zásoby:

$$\pi_t = \Delta M_t / M_{t-1}$$

⁶ Srov. s Rothbard (2005; s. 689): „Proces vydávání falešných potvrzení o uskladnění peněz či přesněji proces vydávání peněz v množství přesahujícím zásobu peněžní komodity je nazýván inflace.“ a Rothbard (2001; s. 54): „Inflaci definujeme jako jakýkoli nárůst nabídky peněz v ekonomice, který nepředstavuje nárůst zásoby měnového kovu.“

Vycházíme-li z této definice, je vskutku nade vši pochybnost, že inflace je ryze monetární fenomén. Zajisté pak postrádá smysl vést polemiku o tom, zda je příčinou inflace nadměrný růst množství peněz v oběhu,⁷ neboť faktor, u něhož bychom se marně snažili získat dostatek přesvědčivých důkazů pro to, abychom jej označili za dominantní příčinu inflace, je její samotnou charakteristikou. Je scestné hledat kauzální vazbu mezi dvěma veličinami, které jsou každá jednou ze stran téže rovnice, a navzájem se tak definují.

2.2 Inflace z pohledu hlavního ekonomického proudu

Termín „inflace“ dnes v odborné literatuře označuje tempo růstu všeobecné cenové hladiny,⁸ jež je měřeno určitým indexem,⁹ jehož váhy výdajů na jednotlivé statky odpovídají výdajům průměrného spotřebitele. Stejně jako jsme učinili dříve, můžeme i nyní vyjádřit inflaci v tomto pojetí jednoduchým matematickým vztahem, v němž π značí míru inflace a $\Delta P/P$ tempo růstu cenové hladiny.

$$\pi_t = \Delta P_t / P_{t-1}$$

Je nutné explicitně poznamenat, že inflace nepředstavuje změny relativních cen (a to ani mezi jednotlivými produkty, ani mezi

konkrétními sektory ekonomiky), nýbrž celkový růst všeobecné cenové hladiny. Relativní cena je cena jednoho statku ve vyjádření statku jiného. V každé živoucí ekonomice musí zákonitě docházet k neustálým změnám v relativních cenách, jelikož se nepřetržitě mění nabídka rozličných statků a poptávka po nich, a jedná se tedy o jev žádoucí. Inflace je naproti tomu nárůstem všeobecné cenové hladiny (většiny cen v ekonomice), a je projevem makroekonomické nestability.

2.3 Důsledky sémantické revoluce

Ludwig von Mises (2018; s. 382) výstižně píše: „To, co dnes mnozí lidé nazývají inflací nebo deflací, již není oním velkým zvýšením nebo snížením nabídky peněz, ale jejím neúprosným důsledkem, všeobecnou tendencí k růstu nebo poklesu cen statků a mzdových sazeb.“ Došlo zde tedy ke znatelné změně v definici pojmu. A to konkrétně tak, že příčinu jevu (nadměrný růst peněžní zásoby) nahradil jeho symptom (růst cenové hladiny) (Ryska, 2018). Dle rakouských ekonomů dnes lidé mylně používají termín „inflace“ k označení jevu, jenž je důsledkem toho, co jím dříve bylo míněno (Mises, 1990).

Podobná sémantická revoluce se nemůže obejít bez následků.¹⁰ Ten hlavní shrnuje Henry Hazlitt (1964; s. 2) následovně: „Používat

⁷ K diskusi o tom, zda je inflace (v pojetí hlavního ekonomického proudu) skutečně vždy a všude peněžním jevem, viz oddíl č. 4.

⁸ Česká národní banka (ČNB) uvádí: „Inflace je obvykle chápána jako opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice.“

⁹ V České republice se jedná o index spotřebitelských cen (CPI), kterým měří míru inflace Český statistický úřad (ČSÚ), kdežto v eurozóně vychází Evropská centrální banka (ECB) z dat Eurostatu, jenž tuto veličinu počítá harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (HICP). Jak uvádí ČNB (Šolc; Tomanová, 2021), hlavní metodologický rozdíl mezi těmito dvěma indexy tkví v odlišném přístupu k tzv. imputovanému nájemnému. Zatímco je v rámci CPI této položce přikládána poměrně vysoká váha, u HICP není vůbec zohledněna.

¹⁰ Konfucius upozorňuje na to, co v konečném důsledku může způsobit, když slova vlivem značných obměn v jejich definici ztrácí svůj původní, pravý význam: „Ztratí-li slova svůj význam, ztratí lidé svou svobodu,“ citováno z Hayek (2022; s. 133).

A John Locke (1984; s. 288–293) obdobně tvrdí, že zneužívání slov „přímo ničí nástroje poznání a sdělování“, a je tak „závažnou příčinou omylů“. To může být důsledkem toho, že „ve společenských vědách jsou věci tím, co si lidé myslí, že jsou“ (Hayek 1943), protože jsou svým způsobem pouhými lidmi zkonstruovanými abstrakcemi, které na nich nejsou nikterak nezávislé (tím rozhodně netvrdím, že společenské instituce mají svůj původ v lidském rozumu, jenž je vědomě utvořil, nýbrž že – jakkoli je nesporné, že se rozum a morálka vyvíjely společně, týmž, pořád pokračujícím, evolučním procesem – konečným zdrojem veškerých společenských jevů je sám člověk či jeho interakce s ostatními lidmi). >>

[slovo ‚inflation‘] ve významu ‚růstu cen‘ znamená odvádět pozornost od skutečné příčiny inflace a skutečného léku na ni.“ Dle rakouských ekonomů je nárůst cenové hladiny pouze jedním (ačkoli jistě tím nejvýraznějším) z mnoha dopadů přílišného růstu měnových agregátů.¹¹ Uvažujeme-li tedy o inflaci jako o ryze cenovém fenoménu, opomíjíme tím pravděpodobně další důležité následky nadměrného růstu peněžní zásoby.¹²

Navzdory veškerým úskalím, která tato koncepce nutně obnáší, používám v celé své práci termín inflace tak, jak je v dnešní odborné literatuře i běžné mluvě skloňován, a to zejména pro lepší srozumitelnost textu. Nebudu tak lpět na oné původní definici, jakkoli může být její užití smysluplnější – nerad bych se totiž dopustil toho, o čem Karl Popper (1995; s. 20) hovoří jako o „nejjistější cestě k intelektuálnímu pádu: kvůli slovíčkaření zapomínat na skutečné problémy“.

>> Tudiž pakliže dojde ke změně našeho chápání jistého jevu na základě ustálení jeho nové definice, kterou o něm uvažujeme, pak jej, byť veškeré jeho charakteristiky zůstanou stále neměnné, mohou lidé klasifikovat rozličně (všichni lidé totiž – slovy Hayeka [2022; s. 133] – „třídí své vjemy částečně prostřednictvím atributů, které je jazyk naučil spojovat se skupinami smyslových charakteristik“), což přivodí vzájemné nepochopení jeho vlastností (lépe řečeno neshodu ohledně jejich chápání), jež jsou klíčové nejen pro porozumění podstatě tohoto jednoho jevu, nýbrž i pro pochopení jevů dalších, s nimiž je tento nerozlučně spjat a na něž má buď bezprostřední, či pouze nepřímý vliv; a tím může vzniknout jistá „řetězová reakce“, při níž se zmatení panující okolo pojmu určitého jevu postupně přesouvá i na jevy další, s nimiž má tento příčinné vztahy. Pak vskutku dává smysl obávat se toho, před čímž Konfucius varoval, jelikož se nesmírně užitečný nástroj, kterým je pro člověka jazyk, může stát rovněž zbrání, kvůli níž je vystaven nebezpečí, o němž sám ani netuší. Vzhledem k tématu této práce nelze podobné úvahy dále a hlouběji rozebírat, proto se zde odkáží na mimořádně objevené dílo F. A. Hayeka (1952) a jeho stručnou interpretaci z pera Pavla Potužáka (2013). Viz také Wittgenstein (2017) a Nietzsche (2017).

¹¹ Přesněji řečeno je dle rakouských ekonomů onou příčinou vyšší produkce měny nekryté žádným vzácným podkladovým aktivem.

¹² Zmiňme například redistribuční účinky nerovnoměrného „proudění“ peněz do ekonomiky. Tzv. *Cantillonovým efektem* se zabývám v kapitole č. 7.2.

3 — Druhy inflace

Inflaci lze dle šoků, jež ji vyvolaly, anebo sil, které ji pohánějí, rozdělit do dvou odlišných kategorií, a to na 1) nákladovou (též nabídkovou či náklady taženou) a 11) poptávkovou. V této kapitole využívám základní grafický aparát (model *AD-AS*) k tomu, abych objasnil, jaký vliv má na klíčové makroekonomické veličiny (míra inflace, reálný a nominální produkt) šok/tlak daného druhu.

Předtím než zkonstruujeme tento model, si definujme, čím jsou dle novo-keynesovské ekonomie (New Keynesian Economics – NKE) determinovány jeho dvě endogenní veličiny – míra inflace (π) a reálný produkt (Y) (Mankiw, 2010; s. 417).

Reálný produkt ekonomiky je podle tzv. IS-křivky determinován touto rovnicí, v níž Y značí reálný produkt; Y^* produkt potenciální; výraz $r - r^*$ odchylku reálné úrokové míry (r) od její přirozené výše (r^*), přičemž parametr α nabývá hodnoty vyšší než 0; a ε_t odpovídá exogennímu poptávkovému šoku:

$$Y_t = Y_t^* - \alpha(r_t - r_t^*) + \varepsilon_t$$

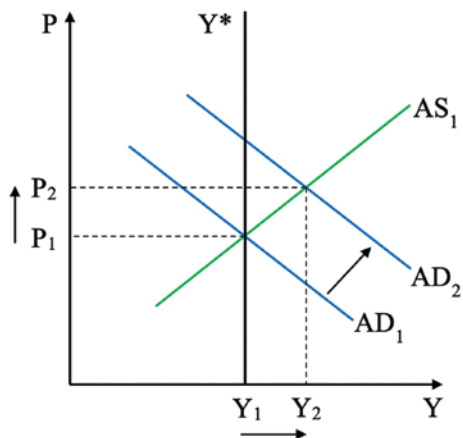
Míra inflace je podle novo-keynesovské Phillipsovy křivky (NKPC) rozšířené o inflační očekávání a exogenní nákladový šok determinována následujícím vzorcem, kde π označuje míru inflace; $E_{t-1}\pi_t$ dřívější očekávání současné míry inflace; výraz $Y - Y^*$ nesoulad mezi

reálným (Y) a potenciálním (Y^*) produktem (tzv. *output gap* neboli „produkční mezera“), přičemž koeficient β má hodnotu vyšší než 0; a η reflektuje exogenní, neočekávaný nákladový šok:

$$\pi_t = E_{t-1}\pi_t + \beta(Y_t - Y_t^*) + \eta_t$$

Z posledního vzorce je patrné, že míru inflace mohou ovlivnit faktory jak poptávkové (kladná produkční mezera), tak nabídkové (nákladový šok). Ačkoli oba druhy působí na výši inflace shodně, mají jiný (přesně opačný) dopad na reálný produkt, což je mj. důvod, proč je nám grafický aparát tolik užitečný pro vyobrazení klíčových rozdílů mezi nimi.

3.1 Poptávková inflace



obr. č. 1
Změna cenové hladiny
v důsledku pozitivního
poptávkového šoku – růstu
agregátní poptávky.
zdroj: Vlastní zpracování

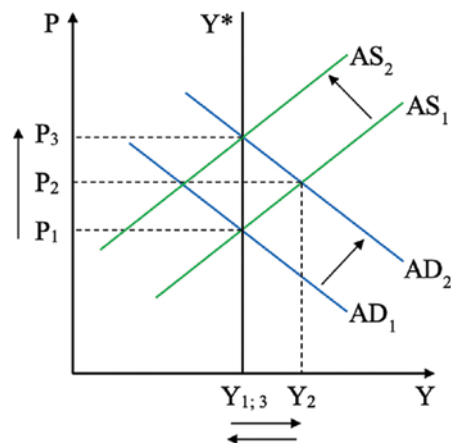
Obrázek č. 1 znázorňuje situaci poptávkové inflace. Křivka agregátní poptávky se posouvá z původní úrovně AD_1 na vyšší úroveň AD_2 . Nyní, pro účely této části práce, není důležité znát příčinu onoho posunu křivky; uvažme tak třeba, že byl způsoben příliš uvolněnou měnovou politikou centrální banky.¹³ Dochází k růstu jak cenové hladiny (P), tak i reálného produktu (Y). Jelikož je nominální produkt součinem reálného produktu a cenové hladiny ($PY = P \times Y$), musí *ex definitione* růst i ten. Ekonomika tak zdánlivě zažívá všeobecný rozmach, ten je však pouze dočasný.

Ekonomika se vlivem této změny „přehřívá“, nadužívá své výrobní kapacity a operuje nad produkčním potenciálem. Potenciální produkt (Y^*) je v tomto modelu vertikální křivka, zároveň na ni může být nahlíženo jako na agregátní nabídku v dlouhém období ($LRAS$). Rozsah produkce dané ekonomiky totiž v dlouhém období není určen tamní hladinou cen, nýbrž činiteli reálnými – institucionálním nastavením, mírou akumulace kapitálu,¹⁴ množstvím dostupné lidské pracovní síly a v neposlední řadě též technologickým pokrokem. Současně platí, že ekonomika nedokáže dlouhodobě produkovat vyšší výstup statků, než jaký je v souladu s jejím potenciálním produktem; jinými slovy řečeno, pozitivní *output gap* ($Y - Y^* > 0$, tj. $Y > Y^*$) je dlouhodobě neudržitelný, byť může být tato pomyslná (a nikomu *ex ante* známá) hranice dočasně překročitelná.

¹³ Vyjádřeno algebraicky: . Tomu, co znamená, když je měnová politika expanzivní či restriktivní, se však detailněji věnuji v kapitole č. 5.4.

¹⁴ Míra akumulace kapitálu pak značnou (nikoli však veškerou) měrou závisí na časových preferencích spotřebitelů, jež jsou podstatně ovlivněny prvním zmíněným faktorem, totiž příhodným institucionálním prostředím, viz (Potužák, 2015).

3.1.1 Návrat ekonomiky na potenciální produkt po předešlém růstu agregátní poptávky



obr. č. 2
Návrat ekonomiky zpět
na produkční potenciál po
předcházejícím inflačním
boomu vyvolaném růstem
agregátní poptávky.
Zdroj: Vlastní zpracování.

Co se jevílo nevyhnutelným, se nakonec skutečně událo – výše reálné produkce (Y) se vrátila zpět na úroveň nižší, shodující se s potenciálním produktem (Y^*). Avšak cenová hladina (P) je při této rovnováze již vyšší než ve stavu původním – ekonomika je nyní v nové rovnováze na téže křivce dlouhodobé agregátní nabídky ($LRAS$ čili Y^*), ovšem průsečík krátkodobé agregátní nabídky ($SRAS_2$, v tomto modelu jen AS_2) a agregátní poptávky (AD_2) je položen výše, než na jaké úrovni se nacházela rovnováha původní.

Za hlavního tahouna posunu agregátní nabídky z AS_1 do AS_2 , který způsobil opětovný návrat na potenciální produkt, lze považovat růst cen výrobních vstupů. Během inflačního boomu totiž rostou ceny

nejen konečných spotřebních statků, ale i těch kapitálových,¹⁵ neboť se v důsledku expanze agregátní poptávky zvýšila i investiční poptávka producentů. Zvýšená agregátní poptávka vyvíjí rovněž tlak na růst dříve rigidních mezd zaměstnanců a cen mnoha klíčových komodit. To vše způsobuje, že firmy při dané ceně svých výrobků nabízejí menší množství statků – klesá reálný produkt (Y). Záhy přicházející nákladové tlaky vyvolané stimulací agregátní poptávky pak navrací ekonomiku na její potenciální produkt, leč současně vyvolávají růst cenové hladiny.

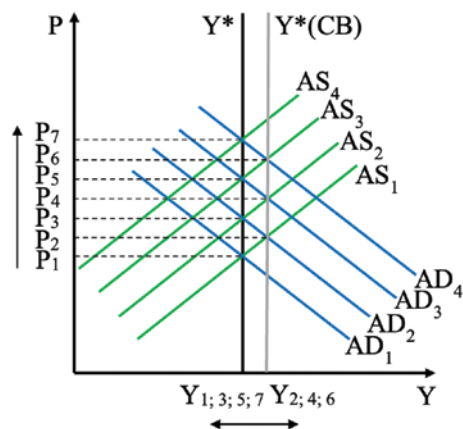
3.1.2 Setrvačná inflace

Potenciální produkt (Y^*) je veličinou nepozorovatelnou. Ačkoli hraje velice významnou roli v modelech centrálních bank, na jejichž základě stanovují své krátkodobé úrokové sazby, jeho výši měnové autority neznají, ani znát nemohou, a tudíž ji pouze odhadují.¹⁶ Chybný odhad jeho úrovně přitom může mít pro ekonomiku fatální důsledky. Centrální banka může v domnění, že skutečný produkt zaostává za jeho potenciální výší, provádět nepolevující měnovou expanzi, kterou bude míru inflace posouvat neustále výše. Každý další posun agregátní poptávky na vyšší úroveň, za níž stojí právě činnost centrální banky, bude následován poklesem agregátní nabídky, a tak bude pořád existovat tendence ekonomiky se vracet na svůj potenciální produkt za stavu vyšší míry inflace. Jenomže toho si měnová autorita nemusí být vědoma, jelikož může být ve svých úvahách o monetární politice vedena klamným přesvědčením, že ekonomika se na svůj potenciální

¹⁵ Slovy Mengera (2007 [1871]) „statků vyšších řádů“.

¹⁶ Svensson ve své studii (2002; s. 3) deklaruje: „Odhad potenciálního produktu je netriviální záležitostí a v praktické měnové politice představuje velkou výzvu.“

produkt stále nedostala, a tím, že se nachází pod ním, je třeba měnové podmínky nadále uvolňovat, čímž se tento nebezpečný cyklus znova opakuje.¹⁷ Tento proces ilustruje obrázek č. 3.



obr. č. 3
Setrvačná inflace
v důsledku chybného
(vyššího) odhadu
potenciálního produktu
ze strany centrální banky.
Zdroj: Vlastní zpracování.

Z tohoto grafického znázornění je zřejmé, že agregátní poptávka stále roste na nové výše (nejprve z úrovně AD_1 na AD_2 , poté z AD_2 na AD_3 a nakonec z AD_3 na AD_4), ovšem každý jeden její posun je doprovázen pozdějším poklesem agregátní nabídky (nejprve z úrovně AS_1 na AS_2 , následně z AS_2 na AS_3 a konečně z AS_3 na AS_4). Z obrázku je také zřetelné, že LRAS a poptávka jsou v rovnováze na přímce skutečného potenciálního produktu (Y^* – plná šedá vertikální čára), a nikoli toho, jehož výši nepřesně predikovala centrální banka ($Y^*(CB)$ – šrafovaná

šedá vertikální čára). Nicméně rovnováha se s postupující měnovou expanzí mění – pohybuje se po křivce dlouhodobé agregátní nabídky výše, a tak roste míra inflace.

Co se však ještě může přihodit, je, že akcelerující inflace (ne-li hyperinflace) pozmění i výši potenciálního produktu. Je dobře známo, že cenová stabilita je předpokladem prosperity jakékoli země. A ačkoli již bylo řečeno, že agregátní nabídka v dlouhém období je určována výhradně produkční funkcí dané ekonomiky, a nikoli její hladinou cen, v mimořádných případech může mít (vysoká) míra inflace či deflace značný vliv na jednotlivé faktory determinující potenciální produkt. Tak například růst míry akumulace kapitálu je zpravidla podmíněn růstem dobrovolných úspor spotřebitelů, jejichž ochota odkládat současnou spotřebu do budoucna roste úměrně s výší reálné úrokové míry (Potužák, 2022). Pádívá inflace či hyperinflace již značí trestuhodné pochybení měnové autority, jejímž prioritním cílem je dosahování cenové stability; takový bezprecedentní jev však nemá vliv pouze na cenovou hladinu, nýbrž i na všeobecnou důvěru občanů nejen v činnost centrální banky, ale i v budoucí makroekonomickou stabilitu jako takovou – inflační očekávání jsou v tomto případě tak dramaticky odpoutána od inflačního cíle centrální banky, že si jejich opětovný návrat na tuto úroveň vyžaduje mimořádná opatření (výrazná monetární restrikce je samozřejmostí, nemusí však býtí dostatečující *per se*; zapotřebí může být i zlepšit kredibilitu centrální banky, například prostřednictvím vyšší transparentnosti).

Právě kvůli neukotveným inflačním očekáváním budou reálné úrokové sazby¹⁸ velmi nízké, i kdyby se ty nominální snažila centrální banka značně zvýšit. Velká nejistota z budoucnosti, z níž můžeme vinit právě destabilizující počínání centrální banky, je důvodem, proč

¹⁷ McCallum [2000] píše: „Pokud je centrální bankou cílovaná hodnota produktu vyšší než její přirozená hodnota, která vstupuje do vztahu cenového přizpůsobení, pak budou výsledky rovnováhy vykazovat inflační tendenci. Míra inflace bude v průměru vyšší než cílová hodnota centrální banky (o částku úměrnou převýšení cílové hodnoty produktu nad hodnotou přirozené míry).“

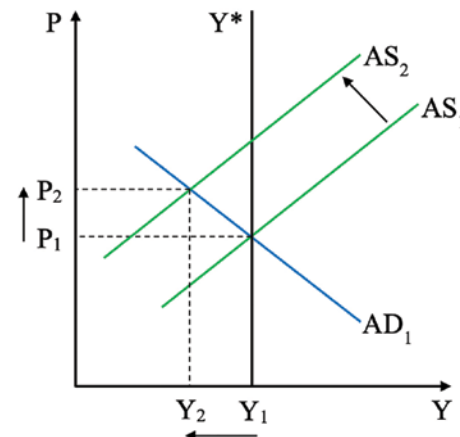
¹⁸ Ve smyslu *ex ante*. Ke dvojímu pojetí inflačních očekávání viz kapitolu č. 5.3.1.

budou v daleko větší míře než v dobách běžných statky blízké konečné spotřebě lidmi hodnoceny více než výrobní faktory či meziprodukty,¹⁹ jež mohou vyústit ve spotřební statky (které jejich hodnotu determinují, neboť jen statky spotřební mohou uspokojovat lidské preference, a tudíž každý statek vyššího řádu má hodnotu jedině pokud – jakkoli dlouhá oklika to může být – z něho jednou vzejde statek spotřební²⁰) až o dost později. Fenomén zvýšené nejistoty bude jistě nepříznivě působit i na technologický pokrok a další faktory stojící za potenciálním produktem. Proto můžeme konstatovat, že dlouhodobá agregátní nabídka není plně (byť tomu tak ve většině případů dozajista bude) nezávislá na hladině cen.

19 Viz Böhm-Bawerk (1891; s. 247–248): „Současné statky mají zpravidla vyšší subjektivní hodnotu než budoucí statky stejného druhu a počtu. A protože výslednice subjektivních hodnot určuje objektivní směnnou hodnotu, mají současné statky zpravidla vyšší směnnou hodnotu a cenu než budoucí statky podobného druhu a počtu.“

20 Viz Horwitz (2023; s. 61): „Hodnota vstupů se odvíjí od hodnoty, kterou spotřebitelé přisuzují výstupům, k jejichž výrobě jsou využity,“ a Mises (1994; 75): „Veškeré investiční statky mají zprostředkující roli – jsou jakýmsi milníky na cestě od prvotního nasazení počátečních faktorů produkce (tj. přírodních zdrojů a lidské pracovní síly) až k výslednému dodání zboží určeného ke spotřebě.“ Toho, že je kauzalita mezi hodnotami statků vedena od spotřebních ke kapitálovým, ačkoli je výroba směřována právě opačně, si však všiml (a tím i vyvrátil Marxovu pracovní či obecněji nákladovou teorii hodnoty) Carl Menger již mnohem dříve – ve své přelomové publikaci z roku 1871 napsal (2007; s. 150): „Hodnota zboží vyššího řádu je vždy a bez výjimky určena očekávanou hodnotou zboží nižšího řádu, k jehož výrobě slouží.“ Viz rovněž Potužák (2022; s. 8): „Přestože tvorba kapitálových statků časově předchází tvorbě spotřebních statků, hodnota kapitálových statků je odvozena od hodnoty spotřebních statků. Kapitálové statky nabývají hodnoty, protože spotřební statky uspokojují lidské potřeby.“ To částečně popsal ve svém *opus magnum* již Adam Smith (2016; s. 586): „Jediným účelem a smyslem veškeré výroby je přece spotřeba.“

3.2 Nákladová inflace



obr. č. 4
Nákladová inflace: změna cenové hladiny v důsledku negativního nákladového šoku – poklesu agregátní nabídky.

Zdroj: Vlastní zpracování.

Obrázek č. 4 ilustruje situaci nákladové inflace – růst cenové hladiny v důsledku nákladového šoku. Z tohoto schématu je zjevné, že posun agregátní nabídky z AS_1 na AS_2 způsobuje při dané cenové hladině převis agregátní poptávky (AD_1) nad agregátní nabídkou (AS_2), čímž musí dojít k růstu cenové hladiny (P). Protože za tímto převisem stál posun (pokles) agregátní nabídky, a nikoli změna (růst) agregátní poptávky (AD), je patrné, že tím musí být také současně vyvolán pokles reálné produkce ekonomiky (Y). Ekonomika tak zažívá tzv. *stagflaci* (období, kdy simultánně roste cenová hladina s útlumem reálné produkce). Pro jistotu ještě jednou zdůrazněme, že nákladový šok se vyznačuje *poklesem* reálného produktu.²¹

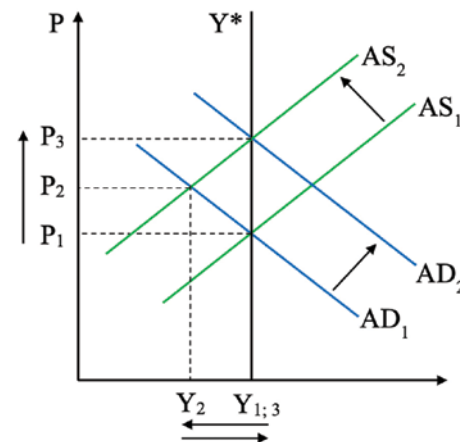
21 Akcentování tohoto poznatku je pro nás zcela stěžejní pro správné pochopení empirické části, v níž bude posuzováno, zda (a nakolik) byla nedávná míra inflace způsobena spíše nákladovými, nebo poptávkovými faktory.

Zatímco můžeme učinit jednoznačný závěr o tom, jakým směrem se bude v důsledku nákladového šoku ubírat reálný produkt (Y), s podobnou jistotou nelze *a priori* usoudit, zda produkt nominální (PY) vzroste, poklesne, anebo zůstane na stále stejné úrovni. Důvodem je, že oba činitelé (tj. P a Y), z nichž je tato veličina zkomponována, se ubírají právě opačným směrem. Konečný výsledek (nová úroveň PY) tak závisí na relativní síle jednoho faktoru vůči tomu druhému (jinými slovy řečeno, zda tempo poklesu reálného produktu převyšuje tempo růstu cenové hladiny, či naopak, anebo jsou si přesně rovna)

3.2.1 Akomodace nákladového šoku

Na tomto místě je třeba rozlišit mezi působením prvotního inflačního impulsu, kterým je v tomto případě nákladový šok, a jeho akomodací měnovou politikou centrální banky. Onen impuls není sám o sobě schopen držet míru inflace na vyšších hodnotách po delší dobu. Inflace může tímto prostřednictvím růst jen natolik dlouho, nakolik je stále přítomen její účinkující impuls – ten však po čase samovolně odezní, nebudou-li podníceny stimuly, jež jej dokáží opět vyvolat, a tak záhy poleví i samotná zvýšená míra inflace. Je-li mu ovšem k jeho větší setrvačnosti dopomoženo příznivými měnovými podmínkami, vytvoří se pro něj takové prostředí, které iniciuje určité změny, jež umožňují jeho delší působení. Takto (a jedině takto) se může v porovnání s inflačním cílem vysoká míra inflace stát dlouhodobější. V takovou chvíli se situace stane pro centrální banku poněkud problematickou, a to nejen kvůli inflaci samotné, nýbrž také proto, že již bude obtížné rozeznat, jaký (relativní) podíl mají na aktuální inflaci impuls, který ji nejprve zažehnul, a činností centrální banky vytvořené podmínky, které učinily možným pokračování v jejím růstu – „přiživení podhouby“, z něhož se inflace mohla dále rozrůst. Pro měnovou autoritu rázem přestane býti podstatným, co je pravou *causa causarum* tamní míry inflace. To je zásadní poznání proto, že ačkoli

je v přítomnosti inflačních tlaků vyvolanými mimořádnými šoky na straně nabídky běžnou praxí uplatnit tzv. výjimku ze závazku plnit inflační cíl²² (Táborský, 2020), takovýto přístup přestává být pádným ve chvíli, kdy je onen nákladový šok akomodován a inflace již není výhradně nabídkového charakteru, nýbrž na ni již nezanedbatelnou měrou působí i čistě poptávkové faktory, na něž již centrální banka neoddiskutovatelný vliv má.



obr. č. 5

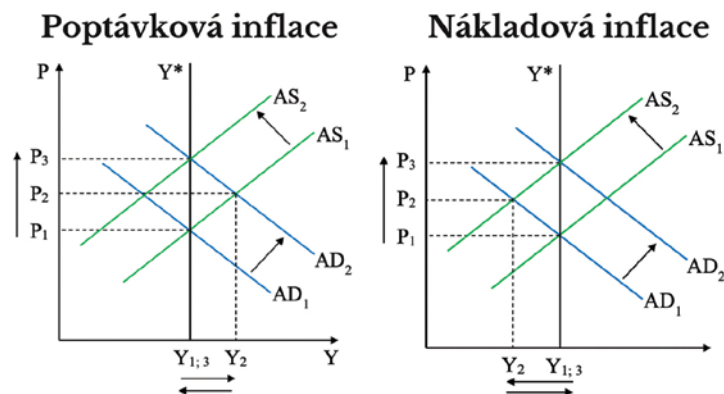
Akomodace nákladového šoku – posun agregátní poptávky v důsledku (měnověpolitické) reakce na nákladový šok.

Zdroj: Vlastní zpracování.

²² Tato výjimka je odůvodněna tím, že na inflační tlaky nabídkového charakteru nemá centrální banka dostatečný vliv a měla-li by je důsledně potlačit, svojí reakcí by ztlačila ekonomickou aktivitu v krátkém období (ČNB, 2007). Nákladové šoky se povětšinou vyznačují tím, že jejich působení záhy odezní, a proto dává dobrý smysl nesnažit se je za každou cenu eliminovat a zdržet se během tohoto přechodného období měnově-politické odezvy.

3.3 Srovnání poptávkové a nákladové inflace

Model agregátní poptávky a agregátní nabídky vyobrazující změnu ve výši reálného produktu a cenové hladiny v důsledku posunu jedné či obou těchto křivek je bezpochyby nesmírně užitečný pro popis vztahu mezi těmito veličinami. Má ovšem své inherentní problémy.



obr. č. 6

Grafické srovnání poptávkové a nákladově tažené inflace.

Zdroj: Vlastní zpracování

Obr. č. 6 ukazuje, že mnohdy může být vskutku nesnadné rozpoznat povahu inflace, neboť rovnováha na téže úrovni může být dosaženo jinými (ba právě opačnými) prostředky. Levá část obrázku popisuje prvotní posun agregátní poptávky z AD_1 do AD_2 a následný návrat ekonomiky na potenciální produkt. Ekonomika se dostává z původní rovnováhy do nové, výše položené rovnováhy. Pravá část obrázku naopak dokládá, že prvotní hybnou silou cenové hladiny tohoto typu byl nákladový šok, jenž byl následován jeho akomodací centrální bankou.

Agregátní poptávka a nabídka tak identicky jako v případě předchozím nalezly svoji novou, vyšší rovnováhu.

Jediné, co je pro nás v daném čase pozorovatelné, je pouze vývoj oněch dvou endogenních veličin (reálného produktu a cenové hladiny) – pohyby nabídkových a poptávkových křivek je možné zkonstruovat až *ex post*.²³ Návrat ekonomiky na potenciální produkt (tedy pokles reálného produktu) proto může být mylně považován jako důkaz přítomnosti inflace nákladového původu, ačkoli je pouze reakcí vnitřních ekonomických sil na nepatřičný vnější zásah, jímž byla nadměrná měnová expanze stimulující neudržitelný růst produktu. Totéž platí pro akomodaci nákladového šoku, při němž dochází k růstu agregátní poptávky, což může svádět k nesprávnému úsudku, že je tato inflace ryze poptávkového charakteru.

3.4 Některé z implikací AD-AS modelu

AD-AS model dokáže podat i jednoznačné vysvětlení toho, proč jsou mnohé závěry populárních makroekonomických debat mylné. Na některé z nejzávažnějších omylů, jež lze snadno vyvrátit AD-AS modelem, se podíváme právě v této podkapitole.

3.4.1 Údajná nutnost recese v dezinflačním procesu

Jakkoli je přesný opak mnohdy chybně uváděn, pokles míry inflace nutně nevyžaduje simultánní pokles reálné produkce (tedy příchod recese). Přítomnost recese není podmínkou ani nezbytným příznakem úspěšného dezinflačního procesu. Je nicméně pravdou, že tyto veličiny mohou zaznamenat tentýž pohyb současně, či s mírným časovým nesouladem. Avšak tvrdit, že klesá-li míra inflace při stej-

²³ Bylo by korektní dodat, že data ohledně výše míry inflace i reálné produkce ekonomiky jsou nám dostupná až s nezanedbatelným časovým odstupem (v případě HDP jsou pak tato data ještě dále revidována).

ným směrem se ubírajícím vývoji reálné produkce (či bezprostředně po něm), pak byla jeho následkem (a *vice versa*), není ničím jiným než sofismatem *cum/post hoc ergo propter hoc*.²⁴ Jak míra inflace (π), tak reálná produkce (Y) jsou endogenními veličinami tohoto modelu, a proto platí, že jedna nijak přímo neovlivňuje výši té druhé. Co však již pohyb těchto proměnných určit dokáže, je exogenní faktor, jakým je zejména monetární restrikce/expanze, která posouvá AD křivku na pozici nižší/vyšší, čímž snižuje/zvyšuje míru inflace (π) i reálnou produkci (Y), nikoli však nutně ve stejném poměru (jejich případná diskrepance se bude odvíjet od rozdílné elasticity AD a AS křivky).

3.4.2 Mýtus ziskové či mzdové inflace

V nynější měnověpolitické debatě se hojně skloňuje slovní spojení „zisková inflace“ (*greedflation*). Na první pohled by se přitom mohlo zdát, že tuto tezi potvrzují příspěvky autorů významných finančních institucí. Tak třeba v článku na blogu největší švýcarské banky UBS zaznělo: „Dnešní inflace je poháněna především zvyšováním zisků, protože podniky využívají narativ, který přesvědčuje spotřebitele, aby akceptovali zvyšování cen.“ (Donovan, 2022; s. 1) Na blogu Mezinárodního měnového fondu (IMF) autoři Hansen *et al.* (2023; s. 1) píší následující: „Téměř polovinu růstu inflace v Evropě za poslední dva roky tvoří rostoucí zisky podniků, které zvýšily ceny více, než o kolik rostly náklady na dovážené energie.“ A studie Banky pro mezinárodní platby (BIS, 2023) skutečně ukazuje, že zatímco se v měsících vrcholící inflace reálné mzdy značně snižovaly,²⁵ zisky firem, které rostly již

před prudkým nárůstem inflace, se stále drží na pozoruhodně vysoké úrovni. Růst zisku producentů je však průvodním jevem (poptávkové) inflace, rozhodně ne její příčinou.

Rostoucí nominální hrubý domácí produkt (HDP) se z definice svého výpočtu²⁶ rozdělí mezi vzrůstající zisky firem a mzdy zaměstnanců. Argument, že za inflaci mohou rostoucí zisky podniků, nijak nevysvětluje, proč došlo k růstu nominálního HDP a míry inflace, nýbrž leda uvádí poměr, kterým byl rostoucí nominální produkt rozdělen mezi jednotlivé ekonomické skupiny, přičemž ani neobjasňuje, čím přesně je tento determinován. Nominální mzdy jsou dle závěrů NKE v krátkém období strnulé,²⁷ proto je pravděpodobné, že v periodách zvýšené míry inflace, jakou je i ta, již se tato práce zabývá, bude jejich vývoj zaostávat za růstem míry inflace (což je důvod poklesu reálných mezd), zatímco méně rigidní zisky firem mohou nárůst zaznamenat podstatně dříve a signifikantněji.

Inflace je vždy tažena buďto poptávkovými, nebo nabídkovými faktory (či jistou kombinací působení obou jejích druhů). Dekompozice růstu míry inflace (tj. její rozdělení na ziskovou a mzdovou) se mívá s vysvětlením jeho příčin, a je tak vzhledem k předmětu této práce nyní irrelevantní – účetní identita nepředstavuje kauzální souvislost.²⁸

²⁶ Konkrétně dle tzv. důchodové metody odhadu HDP, jejíž hlavní položky jsou náhrady zaměstnancům; daně z výroby a dovozu; dotace; provozní přebytek a smíšený důchod. K její metodice viz (ČSÚ, 2016).

²⁷ Studie Evropské centrální banky (Babecký, *et al.*, 2009) přitom ukazuje, že faktory specifické pro danou zemi (např. regulace trhu práce, síla odborů a převládající míra konkurence v jednotlivých odvětvích), odvíjející se od tamního institucionálního prostředí, jsou významnou determinantou nepružnosti nominálních mezd směrem dolů.

²⁸ Pro vysvětlení toho, proč chamtivost podnikatelů nezpůsobila nedávnou vysokou míru inflace, viz též Albrecht (2024).

²⁴ Na tuto zrádnou logickou chybu na poli ekonomickém upozorňoval již Frédéric Bastiat na konci první poloviny devatenáctého století, viz Bastiat (2015; s. 180).

²⁵ Z analýzy Martina Kábrta (2023) vyplývá, že reálné příjmy v roce 2022 vzrostly v ČR pouze domácnostem v nejvyšším příjmovém kvintilu. Jen pětina nejbohatších domácností rostly tohoto roku příjmy rychleji, než jakým tempem rostla cenová hladina – reálné příjmy všech ostatních skupin významně klesly.

4 — Inlace – vždy a všude peněžní jev?

Aby bylo možné vysvětlit, proč se monetaristickému přístupu k inflaci, postavenému na již dávno předtím dobře známé kvantitativní teorii peněz, dostalo v pozdní polovině dvacátého století takové pozornosti a proč se jím dodnes někteří ekonomové řídí, je zapotřebí nejprve porozumět jedné události, která z makroekonomického pohledu definovala tehdejší dobu a (re)formovala ekonomické myšlení²⁹ – *velké inflaci* (The Great Inflation).

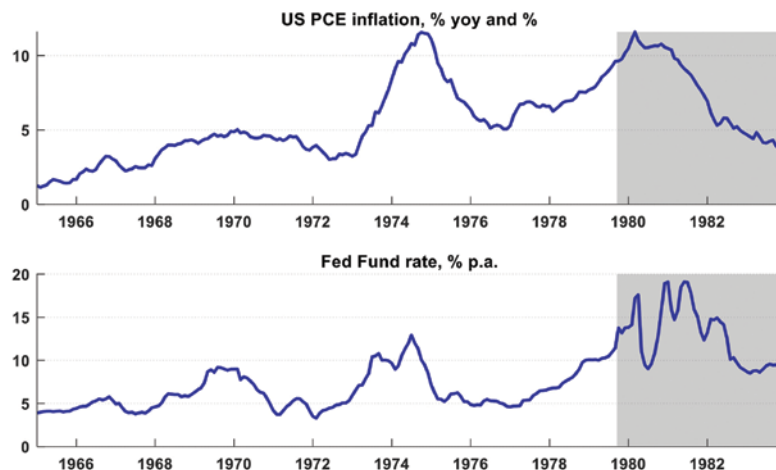
4.1 Příčiny a důsledky velké inflace ve Spojených státech

Velká inflace ve Spojených státech v 70. letech minulého století je – společně s velkou hospodářskou krizí, která se však naopak vyznačovala hlubokou deflací a deflačními očekáváními – obecně považována za jedno z nezávažnějších selhání měnové politiky ve dvacátém století.³⁰ Zatímco v roce 1965 byla míra inflace ve Spojených státech na pouhých 1,6 %, roku 1970 čítala již necelých 6 %. Její růst ale stále neustupoval a míra inflace nakonec kulminovala až v roce 1980, kdy

²⁹ F. A. Hayek (2009; s. 13) však tvrdí, že teorie, na níž je postavena politika „plné zaměstnanosti“, po sobě nezanechala jen zdrcující makroekonomické důsledky dvojciferné míry inflace, ale také ztracenou generaci ekonomů, kteří jí věnovali svoji intelektuální kapacitu.

³⁰ Takové stanovisko zaznívá například v úvodu studie ECB (2010) či v Orphanides (2002).

dosáhla vrcholu 13,5 %. Poté se již poměrně přímočaře ubírala sestupnou tendencí zpět k hodnotám slučitelným s cenovou stabilitou, a to v důsledku úspěšné (leč drsné) dezinflační politiky, kterou jakožto předseda Federálního rezervního systému (Fed) prosadil Paul Volcker (Bryan, 2013).³¹



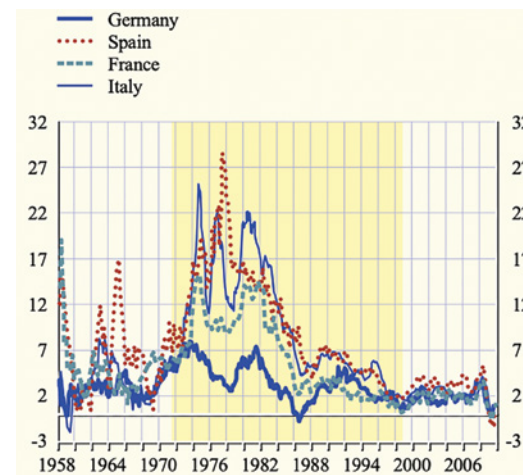
obr. č. 7

Vývoj míry inflace a nominálních úrokových sazeb ve Spojených státech během období velké inflace.

Zdroj: ČNB (Holub, 2022). Pozn.: meziprocentní míra inflace; šedě vyznačen proces „Volckerovy dezinflace“.

Bylo by chybou uvádět velkou inflaci jako událost týkající se výlučně Spojených států. Ve skutečnosti totiž dolehla dvojčífrná míra inflace i na jiné vyspělé ekonomiky. Studie ECB (2010) ukazuje, že až na pár vý-

jimek (jednalo se především o Švýcarsko a Německo) přesáhla v 70. letech míra inflace hranici 10 % napříč všemi zeměmi OECD. Zatímco tehdejší vrchol míry inflace v Německu čítal 7,8 %, ve Francii byl 15,2 %, v Itálii pak 25,2 % a ve Španělsku se míra inflace dostala až na úroveň 28,5 %. Inflaci ve vybraných evropských zemích zachycuje obrázek č. 8.



obr. č. 8

Míra inflace v Německu, Španělsku, Francii a Itálii během let 1958–2009.

Zdroj: ECB (2010).
Pozn.: Stínovaná oblast představuje období mezi zhroutením Brettonwoodského systému a začátkem třetí etapy Hospodářské a měnové unie.

4.1.1 Pád Brettonwoodského systému

Brettonwoodský systém byl poválečným mezinárodním měnovým uspořádáním, které vzniklo v červenci roku 1944 podepsáním stejnojmenné dohody v americkém státě New Hampshire zástupci 44 zemí. Cílem brettonwoodské dohody bylo pomocí podpory globálního obchodu zajistit vyšší ekonomickou stabilitu a mír mezi jednotlivými zeměmi. Tento systém spočíval v tom, že měny všech zemí, jež byly jeho součástí, byly navázány na americký dolar, který byl zase

³¹ Efektivní úroková sazba americké centrální banky (Federal Funds Effective Rate) se dostala až k 19 %, čímž Fed docílil dokonce i zřetelně kladné *ex post* reálné úrokové míry.

ve fixním poměru napojen na cenu zlata.³² Americký dolar byl jako rezervní měna vybrán i proto, že Spojené státy nashromáždily během druhé světové války většinu monetárního zlata, čímž mohly zajistit řádnou konvertibilitu svojí měny za odpovídající množství fyzického drahého kovu (Hetzl, 2013).

Americký dolar coby světová rezervní měna měl od počátku zřízení tohoto systému jeden inherentní problém, kterým byla neustále vzrůstající poptávka po dolarových rezervách ze strany dalších zemí, jejíž tempo se zvyšovalo s rozšiřováním mezinárodního obchodu. Jak poptávka po amerických dolarech postupně sílila, zatímco se zásoby zlata zvýšily jen nepatrně, došlo k přelomovému okamžiku, kdy nabídka dolarových rezerv držených zahraničními zeměmi převýšila skutečné zlaté rezervy Spojených států (Bryan, 2013). Rostoucí poptávka po zahraničním kapitálu, který Spojené státy potřebovaly na deficitní financování vysokých vládních výdajů spjatých především s válkami, jichž se v té době USA účastnily (zejména pak s válkou ve Vietnamu), stále snižovala rezervní poměr, kterým byl americký dolar krytý zlatem, a tak oslabovala důvěru ve schopnost americké vlády dostát svému závazku konvertibility dolaru za podkladové aktivum (Ghizoni, 2013).

A tak přišel osudný patnáctý srpen roku 1971, kdy byl definitivně ukončen brettonwoodský systém. Tato událost vešla do dějin jako „Nixonův šok“ (*Nixon shock*) a je pojmenována podle tehdejšího prezidenta Spojených států Richarda Nixona, který v ten den ve svém legendárním televizním projevu oznámil konec zlatého standardu a zavedení nových významných hospodářsko-politických opatření.

Pád brettonwoodského systému se odehrál již v době zvýšené míry inflace ve Spojených státech³³ a k dalšímu zhoršení makroekonomických podmínek mohl nepochybně ještě přispět. Centrální banky po celém světě (Fed nevymáhá) se náhle ocitly v situaci zvýšené nejistoty a v novém měnověpolitickém prostředí, jemuž se musely rychle přizpůsobit. A jak si nyní ukážeme, centrální banky tehdejší makroekonomické problémy rozhodně nevyřešily bezchybně.

4.1.2 Ropné šoky v letech 1973–1974 a 1978–1979

Na velkou inflaci bývá nezdědka nahlíženo „nákladovou optikou“, která jako její dominantní příčinu spatřuje sérii tzv. ropných šoků v 70. letech minulého století. Začátek prvního ropného šoku se datuje na 19. října 1973, kdy Organizace arabských zemí vyvážejících ropu (OAPEC) uvalila embargo na vývoz ropy vůči Spojeným státům a dalším zemím, jež se přiklonily na stranu Izraele v rámci konfliktu zvaném jomkipurská válka. Tento významný nabídkový šok měl za následek okamžitý skokový nárůst světové ceny ropy.³⁴ Ačkoli bylo embargo v březnu následujícího roku kvůli neshodám mezi jednotlivými členy OAPEC oficiálně ukončeno, cena ropy stále zůstala zvýšenou (Corbett, 2013). Tehdejší předseda Federálního rezervního systému Arthur Burns (1974) podotýká, že tento šok přišel pro Spojené státy v tu nejméně vhodnou chvíli, neboť již dříve bylo mnoho hlavních průmyslových surovin v extrémním nedostatku a už v polovině roku 1973 rostly velkoobchodní ceny průmyslových komodit ročním tempem přes 10 %.

³³ Roku 1971 činila míra inflace ve Spojených státech necelých 4,3 %.

³⁴ Toto omezení vývozu ropy ze strany jejích klíčových producentů způsobilo, že se cena ropy téměř zečtyřnásobila, a to z původní ceny (tj. té, za níž se tato komodita na burzách obchodovala před zavedením embarga) 2,9 USD za barel ropy na 11,65 USD v lednu 1974 (Corbett, 2013).

³² Konkrétně v poměru 35 dolarů za trojskou unci zlata (přibližně 31,1 gramů ryzího kovu) – jeden americký dolar byl tedy ekvivalentem 1/35 unce zlata.

Tento ropný šok však nebyl v 70. letech jediným a další, mající svůj původ rovněž na Blízkém východě, byl zaznamenán již za pár let. V souvislosti s íránskou islámskou revolucí se produkce ropy tohoto státu do ledna roku 1979 snížila natolik dramaticky, že se jednalo o 7% pokles veškeré její tehdejší celosvětové produkce. Tento vážný pokles nabídky ropy byl bezprostředně následován růstem ceny ropy, která se mezi dubnem roku 1979 a tímtéž měsícem následujícího roku více než zdvojnásobila.

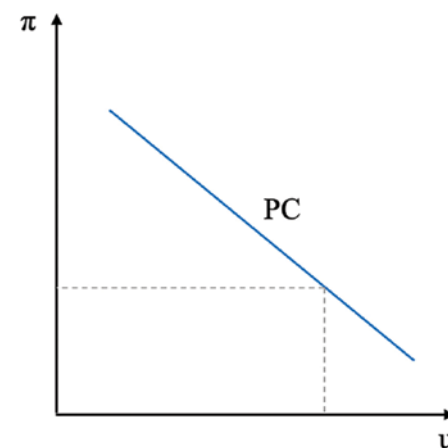
Ačkoli výše popsané ropné šoky neoddiskutovatelně přispěly k růstu míry inflace ve Spojených státech a dalších zemích, není vůbec jisté, že byly dominantní příčinou velké inflace. Ve studii Evropské centrální banky (ECB, 2010; s. 99) je jasně psáno: „Bylo přesvědčivě doloženo, že k nárůstu cen ropy ze strany OPEC v letech 1973 a 1979 mohlo dojít pouze za podmínek globální expanze likvidity spojené s kolapsem Bretton Woods.“ Průběh velké inflace tak mohl být totožný s akomodací nákladového šoku, kterou jsme popsali v kapitole č.3.2.1, a nemusel být určován pouze (či dominantně) nákladovými (tj. ropnými) šoky, nýbrž i nesprávnými měnověpolitickými rozhodnutími centrálních bank, bez nichž by nabídkové tlaky samotné nebyly schopny táhnout inflaci na tak vysoké úrovni po tak dlouhou dobu.³⁵ Milton Friedman (1978) popisuje, že se političtí reprezentanti pokoušeli prodloužit – jeho slovy – „šťastné období“ tím, že akcelerovali míry inflace přičítali událostem nemonetární povahy, zvláště pak právě ropným šokům, což mohlo samo o sobě nemalým dílem přispět k růstu míry inflace.

³⁵ To je výslovně psáno i ve studii ECB (2010; s. 110): „Na rozdíl od „populárního“ smolného vysvětlení, podle něhož byl inflační vzestup v 70. letech způsoben pouze sledem nepříznivých nabídkových šoků, byla velká inflace především důsledkem zásadních chyb měnové politiky.“

4.1.3 Mylný odhad přirozené míry nezaměstnanosti

Značná část literatury přisuzuje vysokou míru inflaci v 70. letech především chybným měnověpolitickým rozhodnutím, konkrétně nesprávnému odhadu přirozené míry nezaměstnanosti či obecněji tehdy převládající ekonomické doktríně,³⁶ z jejichž závěrů vyplývalo, že expanzivní monetární politika dokáže ekonomiku přivést a *dlouhodobě* udržet na úrovni plné zaměstnanosti (Lopez, 2012).

Snaha dosáhnout plné zaměstnanosti vychází z teoretického konceptu tzv. Phillipsovy křivky (PC),³⁷ která formuluje inverzní vztah mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti, což naznačuje, že mezi těmito veličinami existuje jistý *trade-off* (kompromis). Phillipsovu křivku ilustruje obrázek č. 9, kde vertikální osa odpovídá míře inflace (π) a osa horizontální představuje míru nezaměstnanosti (u).



obr. č. 9
Zobrazení Phillipsovy křivky.
Zdroj: Vlastní zpracování.

³⁶ Keynesovští ekonomové razili tezi, že se vláda může utrácením prostředků dostat k plné zaměstnanosti („spend its way to full employment“), a současně považovali míru inflace (být vysokou) za přijatelnou, pokud pomůže zvýšit míru zaměstnanosti (Holub, 2022).

³⁷ Phillipsova křivka je pojmenovaná po svém autorovi A. W. Phillipsovi (1958), který se ve svém zásadním článku zabýval (negativním) vztahem mezi mírou inflace

Tím, že tento model zobrazuje Phillipsovu křivku jako nevertikální, je centrální bance umožněna určitá volba mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti. To na obrázku č. 9 ukazují průsečíkem dvou šedých šrafovaných křivek, který představuje pomyslný bod na Phillipsově křivce, jež si centrální banka zvolila. Z tohoto zobrazení Phillipsovy křivky by tudíž vyplývalo, že dokud leží jistý cíl centrální banky kdekoli na této křivce, může jej libovolně následovat a dosáhnout zamýšlené kombinace míry nezaměstnanosti a míry inflace.

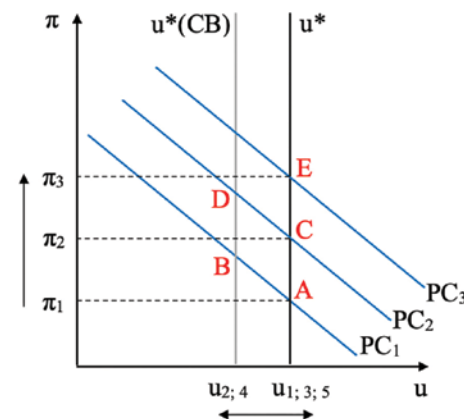
Pozdější makroekonomické úvahy shledaly tuto původní myšlenku chybnou. Jedním z jejích nejvýznamnějších kritiků byl Milton Friedman (1968), který upozornil na to, že mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti je *trade-off* pouze dočasný, nikoli trvalý. Existuje totiž určitá míra nezaměstnanosti, která je pro ekonomiku přirozenou³⁸ a jež je jako jediná dlouhodobě udržitelná – odchylky od této hodnoty mohou být pouze dočasné, neboť ekonomika má tendenci se působením vlastních vnitřních procesů k její úrovni opět vrátit. Brání-li však centrální banka těmto procesům ve snaze dosáhnout plné zaměstnanosti, pouze tím krátkodobě „udržuje neudržitelné“ a jakmile pomine její expanzivní politika, míra nezaměstnanosti se vrátí zpět na svoji výchozí výši, či dokonce na úroveň ještě vyšší.³⁹

(přesněji řečeno nominálními mzdami zaměstnanců) a mírou nezaměstnanosti, přičemž svoji hypotézu empiricky doložil na datech z Velké Británie.

³⁸ Tato výše není determinována měnovými, nýbrž reálnými faktory, podobně jako třeba přirozená úroková míra; nezaměstnanost lze udržet pod touto úrovní pouze měnovou expanzí způsobující akcelerující míru inflace (Friedman, 1976). Michael Woodford (2003; s. 9) výslovně píše, že „přirozená míra nezaměstnanosti“ je termín analogický Wicksellově „přirozené úrokové míře“, a takto vznikla tradice přidávat veličinám, jejichž hodnota je určena výlučně reálnými faktory, přívlastek „přirozená“.

³⁹ To popisuje i F. A. Hayek (1950; s. 178): „Jakákoli snaha vytvořit plnou zaměstnanost tím, že se pracovní síla zapojí do zaměstnání, kde zůstane zaměstnána jen tak dlouho, dokud bude pokračovat úvěrová expanze, vytváří dilema, že buď musí

A zde se již dostáváme k jádru hypotézy, která z velké inflace viní činnost Fedu či centrálních bank obecně, jež nepřesně kvantifikovaly přirozenou míru nezaměstnanosti (u^*). Orphanides (2002; s. 5–6) píše: „Chyba v reálném čase probíhajícího hodnocení přirozené míry nezaměstnanosti znamenala, že po většinu 70. let byla politická rozhodnutí založena na nesprávném přesvědčení, že ekonomika funguje pod svým potenciálem plné zaměstnanosti, zatímco opak byl pravdou.“



obr. č. 10
Posuny Phillipsovy křivky v důsledku chybného odhadu přirozené míry nezaměstnanosti ze strany centrální banky.
zdroj: Vlastní zpracování

Obrázek č. 10 ukazuje, jaké důsledky mají posuny Phillipsovy křivky kvůli chybnému odhadu přirozené míry nezaměstnanosti (u^*). Vzhledem k tomu, že je centrální bankou odhadovaná výše přirozené míry nezaměstnanosti nižší než její skutečná hodnota ($u^*[CB] < u^*$), snaží se dosáhnout rovnováhy (označené písmenem B), která by byla konzistentní s jejím určením této veličiny (tj. $u^*[CB]$). Provádí proto

úvěrová expanze pokračovat donekonečna (což znamená inflaci), nebo že po jejím zastavení bude nezaměstnanost větší, než kdyby k dočasnému zvýšení zaměstnanosti nikdy nedošlo.“

expanzivní měnovou politiku a v důsledku toho, že tím odpoutává inflační očekávání ekonomických subjektů,⁴⁰ posouvá Phillipsovu křivku vzhůru (z bodu PC_1 do bodu PC_2). Míra nezaměstnanosti se však záhy vrací na křivku přirozené míry nezaměstnanosti (posun z bodu B do bodu C), jenže to již při vyšší míře inflace. Není-li si centrální banka stále vědoma vlastní chyby, celý tento průběh dále pokračuje (posun z bodu C do bodu D a následně z bodu D do bodu E) a zatímco se centrální bance nedaří dosahovat předsevzaté míry nezaměstnanosti, míra inflace mezitím roste pořád výše.

4.2 Kvantitativní teorie peněz

Ačkoli jsou těmi nejprominentnějšími představiteli kvantitativní teorie peněz (QTM) američtí ekonomové 20. století Irving Fisher a Milton Friedman, původ této úvahy sahá až k politickým filozofům a ekonomům 18. století Adamu Smithovi a Davidu Humovi, kteří pochopili a jasně vyjádřili vztah mezi množstvím peněz v oběhu a cenovou hladinou (King, 2017; s. 113). David Hume [1752] ve svém Eseji o penězích napsal: „Ceny zboží jsou vždy úměrné množství peněz.“

Irving Fisher (1920) tuto teorii dále rozvinul, když ji ve svém díle⁴¹ zformuloval zápisem slavné rovnice,⁴² v níž M značí celkové

⁴⁰ Právě odukotvená inflační očekávání jsou často uváděna jako jeden z hlavních faktorů velké perzistence vysoké míry inflace v 70. letech. K jejich navrácení na úroveň kýžené centrální bankou pak již bylo nutné provést velmi restriktivní měnově-politická opatření, což se povedlo až Paulu Volckerovi díky jeho poněkud radikálnímu přístupu.

⁴¹ Ve své práci vycházel Fisher nejprve z identity $MV = \Sigma pQ$, kde výraz ΣpQ odpovídal sumě součinů cen (p) a množství (Q) všech vyprodukovaných statků za dané období. Dále tento algebraický zápis zjednodušil na rovnici $MV = PT$, v níž je P váženým průměrem všech cen (p) a T sumou množství veškerých statků (Q).

⁴² Dle slov Milтона Friedmana (1997a; s. 46) hraje tato Fisherova (kvantitativní) rovnice v měnové teorii stejně fundamentální roli, jakou hraje Einsteinova rovnice $E = mc^2$ ve fyzice.

množství peněz; V rychlost jejich oběhu; P průměrné ceny nakoupených a prodaných statků; a T představuje počet uskutečněných transakcí za určitou jednotku času:

$$M_t V_t = P_t T_t$$

Z důvodu obtížné měřitelnosti celkového počtu provedených transakcí byla poslední zmíněná veličina (T) nahrazena souhrnným reálným výstupem ekonomiky (Y). Rozdíl to však není příliš markantní, poněvadž množství realizovaných transakcí se *ceteris paribus* zvýší, pokud ekonomika za dané období vyprodukuje více statků a *vice versa*. Nicméně ne ve všech transakcích musí být přítomny nové statky, tudíž výše T není zcela shodná s Y (Mankiw, 2010; s. 87). Moderní zápis kvantitativní teorie tedy vypadá následovně:

$$M_t V_t = P_t Y_t$$

Jelikož je míra inflace (π) tempem růstu cenové hladiny (P), můžeme využít QTM i pro popis determinant této veličiny:

$$\% \Delta M_t + \% \Delta V_t = \pi_t + \% \Delta Y_t$$

Vyjádříme-li z této rovnice procentuální změnu cenové hladiny ($\% \Delta P = \pi$), vyjde výsledek:

$$\pi_t = \% \Delta M_t + \% \Delta V_t - \% \Delta Y_t$$

Za předpokladu, že rychlost oběhu peněz je víceméně stabilní ($\% \Delta V \approx 0$),⁴³ lze upravené vyjádření míry inflace znázornit takto:

$$\pi_t = \% \Delta M_t - \% \Delta Y_t$$

⁴³ S tímto předpokladem kvantitativní teorie peněz počítá.

Z tohoto výsledku vyplývá, že míra inflace (π) odpovídá rozdílu tempa růstu množství peněz v oběhu ($\% \Delta M$) a tempa růstu reálného produktu ekonomiky ($\% \Delta Y$).

4.3 Inflace jako ryze peněžní jev

Milton Friedman (1963; s. 16), vycházejí z kvantitativní teorie peněz, kdysi pronesl slavný výrok: „Inflace je vždy a všude peněžní jev.“ Ve svém pozdějším díle, vydaném v době vrcholící inflace ve Spojených státech, psal o tom, že vláda nechce nikdy přijmout odpovědnost za inflaci, byť nemusí být vysoká, a snaží se za každou cenu svést vinu na jiné faktory, než kterým je – dle Friedmana – ultimátní příčina inflace, totiž nadměrný růst peněžní zásoby (Friedman, 2020; s. 273).⁴⁴

Podobnou tezi vyslovil i Friedrich Hayek (1980; s. 16), který zároveň odmítl celý narativ nákladové inflace: „Nepochybuji o tom, že inflace je způsobena výhradně nepřiměřeným nárůstem množství peněz, [...] Neexistuje nic takového jako nákladová inflace.“ Ve svém dalším díle Hayek (1999a; s. 110) píše: „Ani vyšší mzdy, ani vyšší ceny ropy nebo obecně vyšší dovozní ceny nemohou zvýšit agregátní cenu všech statků, pokud kupující nezískají větší množství peněz k jejich

nákupu. Tzv. „náklady tlačení“ inflace je pouze důsledkem růstu množství peněz, který způsobila vláda.“⁴⁵

4.3.1. Fundamentální problém monetaristického přístupu k inflaci

V rovnici kvantitativní teorie hraje stěžejní roli proměnná M , tedy množství peněz v oběhu. Peníze je však překvapivě obtížné definovat. Z díla Carla Mengera (1892) víme, že peníze jsou nejobchodovatelnějším (moderním jazykem – nejlíkvinnějším) statkem na daném území. William S. Jevons (1896; s. 13) zase představil dvě klíčové funkce peněz, kterými jsou prostředek směny a běžné měřítko hodnoty (dnešní terminologií – účetní jednotka). F. A. Hayek přesto namítá, že neexistuje žádná jasně vymezená dělicí čára mezi penězi a „ne-penězi“: „*Nalézáme spíše spojitou řadu aktiv s různým stupněm likvidity, schopností volně měnit svou hodnotu vůči ostatním aktivům a s odlišnou mírou schopnosti fungovat jako peníze.*“ (Hayek, 1999a; s. 65)

Lze částečně oponovat argumentem, že centrální banky člení peněžní zásobu do jednotlivých měnových agregátů, čímž činí jejich definici konkrétnější a jednoznačnější.⁴⁶ Nicméně rozhodně není

⁴⁵ F. A. Hayek (2002; s. 110) ve svých autobiografických rozhovorech rozmlouval i o Misesově neotřelém postoji k inflaci: „Vypráví se, možná trochu apokryfně, že se Mises během inflace někdo zeptal, jak by se dala zastavit. A on řekl: ‚Počkejte na mě ve 12 hodin v této budově.‘ Načež se o půlnoci setkali v tiskárně, kde se vyráběly peníze. A oni se zeptali: ‚Jak můžeme zastavit inflaci?‘ A on odpověděl: ‚Slyšíte ten rachot? Vypněte to.‘“

⁴⁶ ČNB, stejně jako Eurosystem, definuje agregát úzký ($M1$), střední ($M2$) a široký ($M3$), které se navzájem liší likviditou zahrnutých aktiv rezidentů ČR. Pod $M1$ spadá: i) emitované oběživo, ii) vklady s dohodnutou splatností do 2 let, iii) vklady $M2$ jsou: i) obě položky $M1$, ii) vklady s dohodnutou splatností do 2 let, iii) vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců. A široký peněžní agregát v sobě zahrnuje: i) $M1$ a $M2$, ii) repo operace, iii) akcie/podílové listy fondů peněžního trhu, iv) emitované dluhové cenné papíry do 2 let. Josef Jílek (2004; s. 418) přitom píše: „Čím širší je vymezení peněz, tím zřetelnější je jejich vztah k inflačnímu cíli.“

⁴⁴ Milton Friedman (2020; s. 273) psal následující: „Žádná vláda nechce přijmout odpovědnost za inflaci, dokonce i když není příliš vysoká. Vládní úředníci vždy najdou nějakou výmluvu – chamtivé obchodníky, silné odbory, marnotratné spotřebitele, arabské šejky, špatné počasí nebo cokoli jiného, co se zdá alespoň vzdáleně relevantní. Není pochyb o tom, že obchodníci jsou chamtiví, odbory jsou silné, spotřebitelé jsou marnotratní, arabští šejkové zvýšili ceny ropy a že počasí je často špatné. Všechno toto může vyvolat vysoké ceny u jednotlivých výrobků, ale nemůže to vyvolat všeobecný růst cen. Může to vyvolat dočasné zvýšení nebo snížení míry inflace. Ale to všechno nemůže vyvolat stálou inflaci, a to z jednoho prostého důvodu: žádný z předpokládaných viníků nevlastní tiskařský lis, kterým by mohl tisknout kusy papíru, které nosíme po kapsách.“

pravdou, že by tím problém neuchopitelnosti substantiva „peníze“ zcela vymizel.

Na druhou stranu nelze popřít skutečnost, že platnost identity $MV = PY$ není nijak ovlivněna tím, jak přesně definujeme peníze (tj. M). Stále platí, že nominální produkt dané ekonomiky je roven součinu určitého peněžního agregátu (nehledě na to, zda se jedná např. o $M2$, nebo $M3$) a rychlosti obratu peněz (dopočítané na základě nominálního HDP a peněžní zásoby).

F. A. Hayek (2008; s. 199) závěrem píše, že i přes veškerá úskalí, která se s QTM nutně pojí, by z praktického hlediska „bylo jednou z nejhorších věcí, které by se nám mohly stát, kdyby široká veřejnost znovu přestala věřit základním tvrzením kvantitativní teorie“.

4.3.2 Role peněz jako proměnné v měnové politice

Dle moderních poznatků makroekonomie jsou peníze endogenní veličinou a centrální banka jejich množství v oběhu nekontroluje (Král, 2022). Milan Sojka (2002; s. 9) píše: „Centrální banka nemůže přímo kontrolovat nabídku peněz, protože ta závisí výlučně na poptávce po penězích a je ovládána úrovní národního důchodu.“ Takový závěr je však v příkrém rozporu s Friedmanovým měnověpolitickým pravidlem spočívajícím na principu pravidelného cílování určitého procentuálního růstu peněžních agregátů ze strany centrální banky. Hlavním důvodem, proč se od Friedmanova konceptu upustilo, byla absence identifikovaného přímého a proporcionálního vztahu mezi objemem peněz v ekonomice (resp. jeho růstem) a mírou inflace.⁴⁷

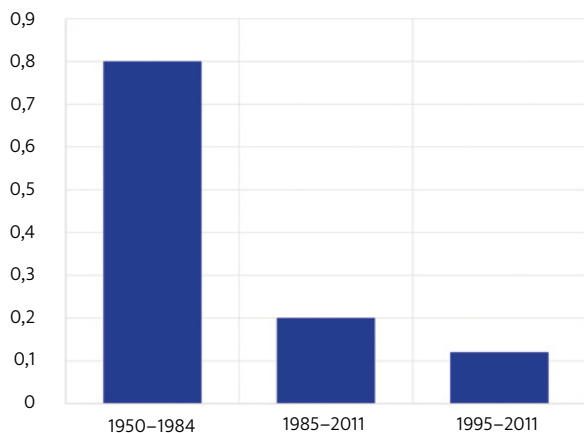
Jakkoli je nesporné a empirickými výzkumy důkladně proověřené, že dlouhodobě nadměrně rostoucí peněžní zásoba vždy vyústí ve vysokou míru inflace, tento vztah je tím slabší, čím nižší je v dané zemi míra

inflace (Baumann; Rossi; Volkmann, 2021).⁴⁸ Jako jeden z klíčových závěrů studie *Banky pro mezinárodní vypořádání* (Bank for International Settlements, BIS) uvádějí její autoři následující: „Síla vazby mezi růstem peněz a inflací závisí na režimu inflace: při vysoké inflaci je to jedna ku jedné, při nízké inflaci prakticky neexistuje.“ (Borio; Hofmann; Zakrajšek, 2023; s. 1) Tong Cao (2015) ve své studii popisuje, že vazba mezi růstem peněžních agregátů a mírou inflace se od 90. let minulého století stala výrazně volnější, a kvantitativní teorie peněz by tak vzhledem k výsledkům těchto empirických zkoumání musela být pro to, aby byla stále relevantní, modifikována. Rozsáhlý výzkum, jenž Luca Benati (2021) provedl na vzorku 27 zemí a který sahá až k datům z 18. století, však naznačuje, že vztah mezi růstem peněžní zásoby (převážně $M2$) a mírou inflace byl po většinu této doby jedna ku jedné (a to, což je velice pozoruhodné, v zásadě bez ohledu na změny monetárních režimů), pouze s výjimkou období od 80. let 20. století, kdy se tento vztah výrazně oslabil tím, že se míra inflace sama stala měnověpolitickým cílem. Paul De Grauwe a Magdalena Polan (2005) ve své studii analyzovali vztah mezi růstem množství peněz a mírou inflace na datech z většiny zemí světa za období třiceti let (1975–2005). V rámci tohoto výzkumu našli silnou pozitivní korelaci mezi dlouhodobým růstem množství peněz v oběhu a mírou inflace, avšak rovněž shledali, že vazba mezi těmito veličinami není zcela proporcionální. Nutno dodat, že tento vztah je pozitivní zejména kvůli vysoko-inflačním a hyperinflačním periodám⁴⁹ – v zemích s nízkou mírou inflace je vztah mezi peněžní zásobou a cenovou hladinou velmi slabý.

⁴⁸ Totéž zaznívá ve studii De Grauwe; Polan (2005).

⁴⁹ Tatáž teze je součástí proslovu členky výkonné rady Evropské centrální banky Isabel Schnabelové (ECB, 2023), která ji vyřkla s tím dodatkem, že mimo vysoko-inflační epizody (jakými byla válečná 10. a 40. léta minulého století společně s velkou inflací v 70. letech), se vskutku nezdá, že by inflace byla „vždy a všude peněžním jevem“.

⁴⁷ Viz dále.



obr. č. 11

Dlouhodobý dopad růstu peněžní zásoby na míru inflace v jednotlivých obdobích napříč různými zeměmi.

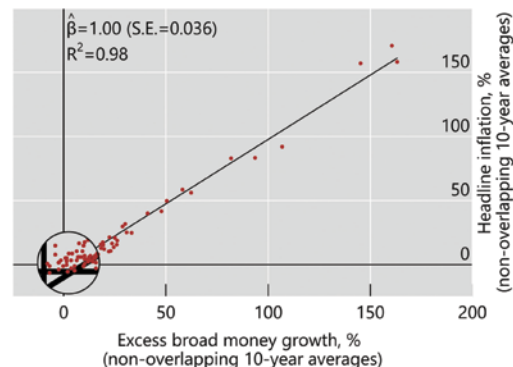
Zdroj: ECB (Schnabel, 2023). Pozn.: průměrné korelační koeficienty.

Studie ECB (Altimari, 2001) ukazuje, že dlouhodobá vazba mezi cenovou hladinou a peněžní zásobou je sice v ekonomické profesi předmětem všeobecného konsensu,⁵⁰ nicméně zůstává diskutabilní, zda by měly peníze mít roli informační proměnné pro měnovou politiku. Její autor dodává, že empirická šetření neposkytla uspokojivou odpověď na otázku, zda peníze obsahují užitečné informace o budoucím cenovém vývoji, a to v horizontu, který je relevantní pro přijímání měnověpolitických rozhodnutí.⁵¹

⁵⁰ Tuto úvahu upřesněme: předmětem konsensu mezi ekonomy je stanovisko, že vytváří-li bankovní sektor dlouhodobě nadměrné množství peněžních jednotek, tato nerovnováha se projeví rostoucí mírou inflace. Viz studii Benati (2021; s. 4): „Pokud by centrální banky buď ztratily kontrolu nad dlouhodobou komponentou růstu širokého peněžního agregátu („broad money“), nebo by připustily její trvalé kolísání, nutně by to vedlo k odpovídajícím výkyvům trendové inflace.“

⁵¹ V jistém protikladu je studie BIS, kde zaznívá tvrzení, že kdyby centrální banky tolik nezanedbávaly informační hodnotu růstu peněžní zásoby v posledních několi-

A. Inflation is closely linked to money growth...²



B. ...but only in countries and in times of high inflation³



obr. č. 12

Korelace mezi širokým peněžním agregátem a mírou inflace na vzorku 32 zemí. Zdroj: BIS (Borio; Hofmann; Zakrajšek, 2023).

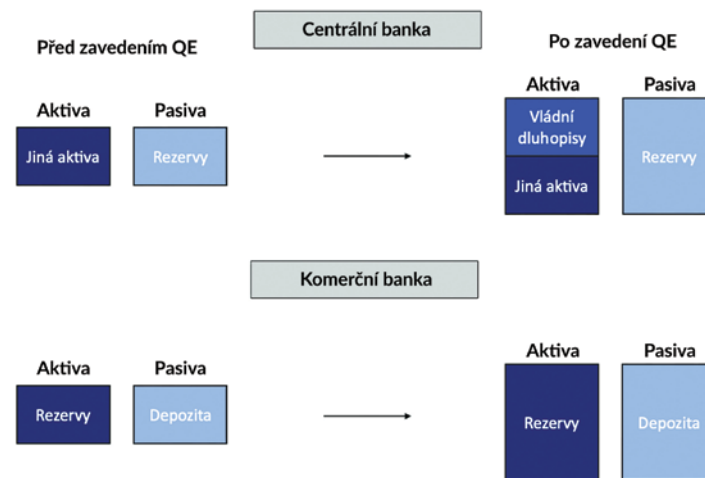
ka letech, mohly by jejich prognózy být přesnější, a tím i boj s inflací snazší a úspěšnější. V závěru této publikace však autoři dodávají: „Zjištění, že dnešní růst peněžní zásoby pomáhá předpovídat zítřejší inflaci, samo o sobě neznačí kauzalitu.“ (Borio; Hofmann; Zakrajšek, 2023; s. 5) Totéž je psáno i ve studii ECB (Schnabel, 2023; s. 5): „Samotná skutečnost, že nadměrný růst peněžní zásoby pomohl předpovědět inflaci, nenaznačuje kauzalitu.“

Je nesporné, že peníze a změny v jejich množství v průběhu času mají na cenovou hladinu určitý vliv, který je ale takřka nemožné pro praktické účely měnové politiky spolehlivě kvantifikovat. Bylo by ovšem – jak vysvětluje Friedrich Hayek – žalostnou chybou považovat tuto veličinu za irelevantní jen proto, že o ní nelze získat kvantitativní údaje, jež by měnová autorita dokázala ve své politice zohlednit. Takovýto scientistický přístup,⁵² který vyžaduje, aby všechny proměnné, jež považujeme za důležité pro vysvětlení některého z aspektů jistého společenského jevu, byly přesně kvantifikovatelné, může vést až k tomu, že „se požaduje, aby naše teorie byly formulovány tak, aby se vztahovaly pouze k měřitelným veličinám.“ (Hayek, 1974; s. 3) Ačkoli o vazbě mezi vývojem peněžní zásoby a mírou inflace nedokážeme získat potřebné množství přesných důkazů, bylo by jistě nesprávné tuto veličinu z možných příčin růstu míry inflace zcela vyloučit, neboť nepochybně na cenovou hladinu působí jistým rigorózně stěží popsatelným mechanismem.

4.3.3 Vztah mezi bilancí centrální banky, peněžní zásobou a mírou inflace

Tím, u čehož by však hledání spojitosti s inflací bylo již předem odsouzeno k nezdaru, je bilance centrální banky či likvidita mezibankovního sektoru. Světovými měnovými autoritami nedávno prováděné kvantitativní uvolňování⁵³ či v případě ČR tzv. kurzový závazek ČNB v letech 2013–2017⁵⁴ vedly k prudkému růstu bilancí centrálních bank a likvidity v bankovním sektoru. *Prima facie* to může vypadat tak, že na-

tolik strmý růst bilance centrální banky mohl do velké míry stát za nedávnou vysokou mírou inflace – takový úsudek však značí fatální chybu, totiž ztotožňování likvidity (která se z pochopitelných důvodů⁵⁵ do žádých ukazatelů, jimiž peněžní zásobu měříme, nezapočítává) s penězi.



obr. č. 13

Dopady kvantitativního uvolňování na bilanci centrální a komerční banky.

Zdroj: Vlastní zpracování podle Bank of England (McLeay; Radia; Thomas, 2014).

Kvantitativní uvolňování nemusí mít žádný bezprostřední vliv na množství peněz v oběhu. Ačkoli zvyšuje bilanci centrální banky a rezervy obchodních bank,⁵⁶ peněžní zásoba zůstává tímto opatřením nijak nedotčena. Drtivou většinu peněžních jednotek v současném

⁵² Scientismem neboli nevhodnou aplikací metod přírodních věd na jevy společenských věd se Hayek detailněji zabývá ve své knize *Kontrarevoluce vědy*. Viz Hayek (1995), zejména pak druhý oddíl tohoto díla.

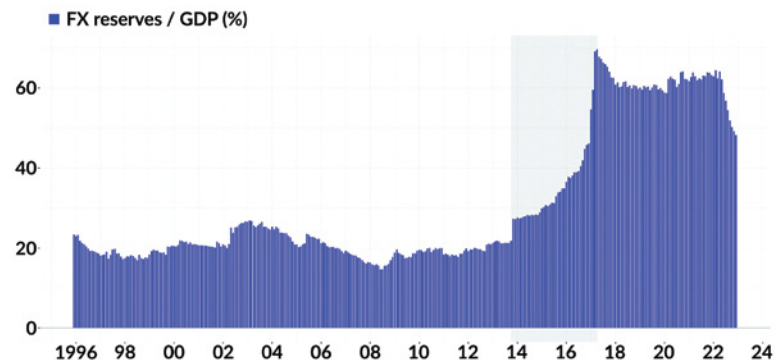
⁵³ K podrobnějšímu vysvětlení fungování tohoto nekonvenčního nástroje měnové politiky viz kapitulu č. 5.5.2.

⁵⁴ Viz kapitulu č. 5.5.3.

⁵⁵ Samotné komerční banky nejsou v sektoru držby peněz a jejich vklady u centrální banky mají své využití pouze v mezibankovním platebním styku (Kráľ, 2016). Rezervy bank se nikdy nedostávají do rukou konečných spotřebitelů, kteří by je mohli použít k nákupu statků v ekonomice, a proto je nelze považovat za peníze.

⁵⁶ Viz obrázek č. 13.

měnovém uspořádání vytváří nikoli centrální banka, nýbrž banky komerční – kdykoli komerční banka poskytne jakémukoli tuzemskému nefinančnímu subjektu libovolný úvěr, simultánně tím vytvoří depozitum na dlužníkově účtě, čímž vznikly peníze, které nikdy dříve v ekonomice nebyly (McLeay *et al.*, 2014).⁵⁷ Peníze zkrátka vznikají a zanikají v obchodních bankách (Jílek, 2013; s. 51).



obr. č. 14

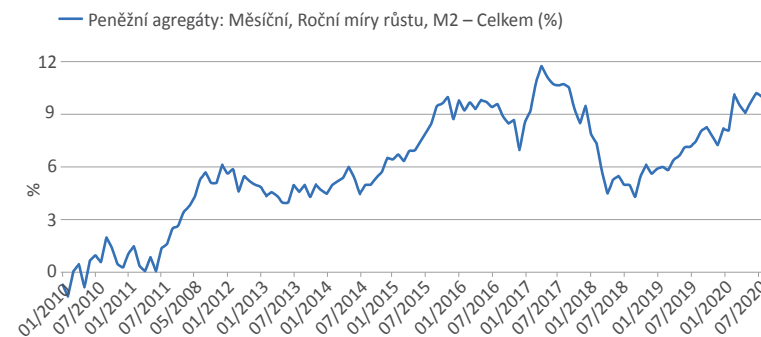
Vyjádření devizových rezerv České národní banky v procentech (%) HDP ČR.

Zdroj: ČNB (Adam; Michl; Škoda, 2023). Pozn: šedě vyznačená část odpovídá období kurzového závazku.

V období kurzového závazku, kdy ČNB v situaci *zero lower bound* (ZLB) navázala kurz české koruny na euro, když stanovila spodní hranici („floor“) pro pohyb kurzu na poměr 27 CZK/EUR, aby depreciační domácí měny docílila dosažení svého 2% inflačního cíle, vzrostly její devizové rezervy více než trojnásobně. Vývoj bilance České národní banky zachycuje obrázek č. 14. V tomto čase však, jak dokládá obrázek

⁵⁷ Opačnou účetní operací (tj. splácením úvěru) postupně zaniká dlužníkově depozitum, a s ním i tyto konkrétní peněžní jednotky.

č. 15, nerostla peněžní zásoba v ČR žádným abnormálním tempem – její vývoj se od 7. listopadu 2013 (tj. dne, kdy byl kurzový závazek schválen) nikterak výrazně nezměnil.



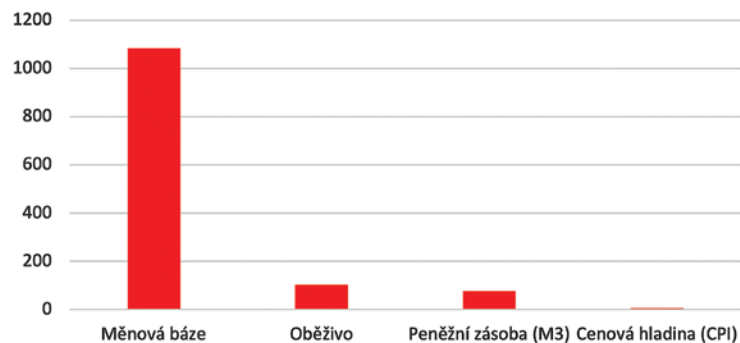
obr. č. 15

Tempo růstu peněžního agregátu M2 mezi lety 2010–2020.

Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn: měsíční data, roční míry růstu.

Bilance centrální banky nevykazuje pozitivní korelaci s vývojem míry inflace a, což je samozřejmě důležitější, žádný kauzální vztah zde taktéž není. Nejpersvědčivějším empirickým důkazem tohoto tvrzení je případ Švýcarska, kde tamní centrální banka začala od poslední finanční krize (GFC) provádět kvantitativní uvolňování, čímž se její bilance zněkolikanásobila. Zjevnou diskrepanci mezi měnovou bází, peněžní zásobou a mírou inflace v této zemi ilustruje obrázek č. 16. Dodejme, že ve Švýcarsku čítá míra inflace v porovnání s ostatními zeměmi dlouhodobě jedny z nejnižších hodnot, a dokonce i v nedávné inflační periodě, již se tato práce zabývá, patří Švýcarsko na poslední příčky žebříčku zemí s vysokou mírou inflace, a to vše navzdory bezprecedentnímu růstu bilance Švýcarské národní banky (SNB).

Švýcarsko – celková změna od září 2008 do září 2023 v %



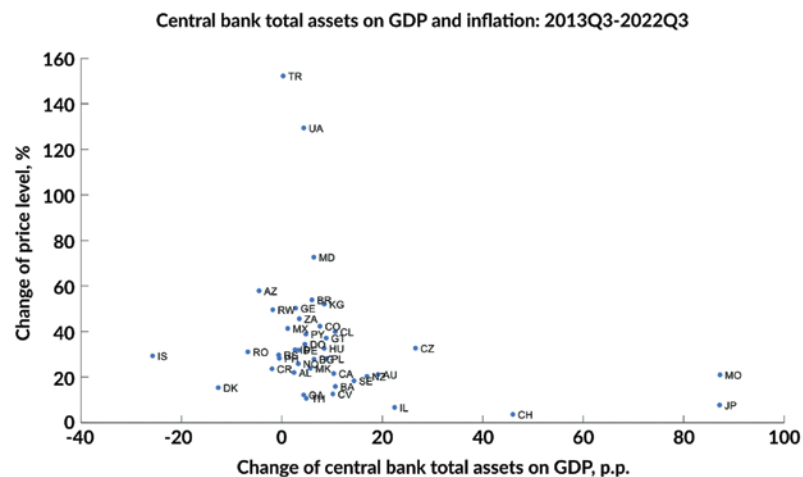
obr. č. 16

Srovnání procentuálního nárůstu měnové báze, celkového objemu oběživa, peněžní zásoby (M3) a cenové hladiny (CPI) ve Švýcarsku v letech 2008–2023.

Zdroj: Vlastní zpracování podle dat ČNB.

Vztah mezi velikostí bilance centrální banky v poměru k HDP napříč jednotlivými zeměmi mezi lety 2013 a 2022 ukazuje obrázek č. 17, u něhož nevidíme rostoucí lineární funkci (což je monotonie, kterou by v případě pozitivní korelace měla nabývat), ale spíše vztah nepřímé úměrnosti. Dodejme, že zemí, kde je bilance centrální banky v poměru k HDP ještě větší než ve zmíněném Švýcarsku, je Japonsko, které se naopak dlouhodobě potýká s velmi nízkou, a nikoli zvýšenou mírou inflace.⁵⁸ A na druhé straně jsou zde země jako Turecko, jež QE neprovádělo a u něhož přesto byla v posledních letech tamější míra inflace jedna z nejvyšších. Mezi bilancí centrální banky a mírou

inflace tedy neexistuje z pohledu moderní monetární ekonomie žádný teoreticky zdůvodněný ani empiricky vypořizovaný vztah.



obr. č. 17

Bilance centrálních bank jednotlivých zemí v poměru k jejich HDP v porovnání s procentuálním nárůstem cenové hladiny.

Zdroj: ČNB (Holub, 2023).

⁵⁸ Viz kapitolu č. 5.1.1.

5 — Měnová politika

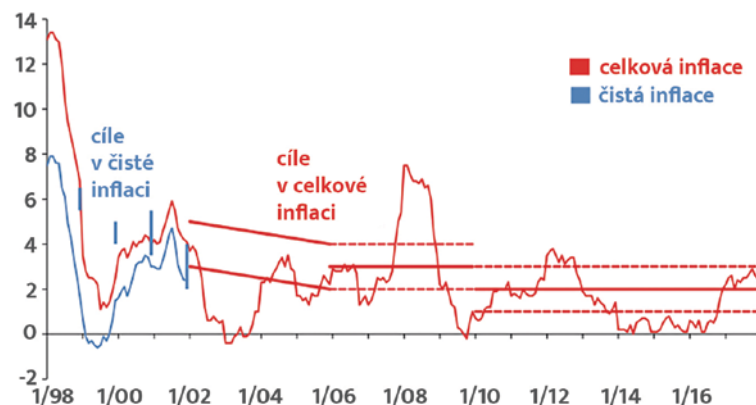
Měnovou politikou rozumíme soubor centrální bankou prováděných činností,⁵⁹ jež usilují o dosažení jistého cíle (obvykle jasně deklarované míry inflace). V obecném smyslu by mělo být účelem měnové politiky přispět k podpoře zdravého hospodářství. Jak ale dodává Yellenová (2017a), centrální banka sama o sobě nedokáže vytvořit zdravou ekonomiku, je nicméně v jejích schopnostech zamezit zásadním hospodářským poruchám, a to pomocí udržování cenové stability.⁶⁰ Zatímco adekvátně prováděná měnová politika dokáže nezhoršit ekonomickou situaci danou vývojem reálných veličin, s přihlédnutím k historii centrálního bankovníctví můžeme s jistotou říci, že je-li uskutečňována chybně, může negativně poznamenat hospodářství dané země, a to i na několikaleté období. Milton Friedman (1968; s. 12) tento poznatek vztahuje konkrétně k penězům: „První a nejdůležitější lekcí, kterou nám historie dává o tom, co může měnová politika udělat – a je to lekcce nejhlubšího významu – je, že měnová politika může zabránit tomu, aby se peníze samy staly hlavním zdrojem hospodářských poruch.“

59 Jedná se zejména o změny jejích krátkodobých úrokových sazeb.

60 Antitezí tohoto stanoviska jsou závěry stoupenců rakouské ekonomické školy (opírající se o tzv. rakouskou teorii hospodářského cyklu – ABCT), kteří tvrdí, že umělá stabilizace cenové hladiny je naopak hlavní příčinou hospodářských cyklů s dalekosáhlými zhoubnými následky. Viz Hayekova díla (1999a) a (2008) a jeho výrok: „Obzvláště platí, že každá měnová politika, která si klade za cíl stabilizovat hodnotu peněz, a proto se při každém nárůstu výroby uchyluje k nárůstu jejich nabídky, musí způsobovat přesně ty výkyvy hospodářství, kterým chce zabránit.“ (Hayek, 1969; s. 262–263) a díla Šíma (2000), Potužák (2018a) a (2022), Huerta de Soto (2009) a také Selgin (1997), který představil pravidlo (nazvané „productivity norm“) spočívající v tom, že by mělo být cenové hladině umožněno reflektovat změny v produktivitě výrobních faktorů, a jenž se vyslovil pro klesající cenovou hladinu v ekonomice s dlouhodobě rostoucí agregátní nabídkou.

5.1 Cenová stabilita a režim inflačního cílování

Na přelomu osmdesátých a devadesátých let minulého století opustila řada centrálních bank tradiční monetaristickou koncepci,⁶¹ spočívající v řízení měnové báze a zprostředkované i peněžní zásoby, a přistoupila k aplikaci nových transmisních mechanismů (Mandel; Tomšík, 2008; s. 257). Takto se zrodil dodnes centrálními bankami hojně využívaný režim inflačního cílování. Režim inflačního cílování byl poprvé uplatněn Rezervní bankou Nového Zélandu (RBNZ) již v roce 1990. Česká republika byla v pořadí devátou zemí (z toho však první tranzitivní ekonomikou), která zavedla tento měnověpolitický systém, a to v roce 1998 (Mandel; Tomšík, 2018; s. 281). Obrázek č. 18 zachycuje inflační cíle České národní banky a jejich plnění mezi lety 1998 a 2008.



obr. č. 18

Inflační cíle ČNB a jejich plnění v průběhu 20 let (1998–2018).

Zdroj: ČNB (2018).

⁶¹ Důvod, proč se tomu tak stalo, shrnuje slavný výrok bývalého guvernéra kanadské centrální banky Geralda Boueye: „*My [tj. Bank of Canada] jsme neopustili M1, M1 opustil nás!*“

Ačkoli je režim inflačního cílování světovými centrálními bankami široce adoptován, konkrétní hodnota inflačního cíle se napříč jednotlivými zeměmi může lišit; tyto rozdíly ilustruje následující tabulka.

Centrální banka	Hodnota inflačního cíle	Toleranční pásmo	Cílovaný index
Česká národní banka (ČNB)	2 %	±1 p. b.	CPI
Federální rezervní systém (Fed)	2 %	–	PCI
Evropská centrální banka (ECB)	<2 %	–	HICP
Švýcarská národní banka (SNB)	<2 %	–	CPI
Bank of England (BoE)	2 %	–	CPI
Rezervní banka Nového Zélandu (RBNZ)	2 %	–	CPI
Bank of Canada	2 %	–	CPI
Bank of Japan (BoJ)	2 %	–	CPI
Maďarská národní banka (MNB)	3 %	±1 p. b.	CPI
Polská národní banka (NBP)	2,5 %	±1 p. b.	CPI

tab. č. 1

Aktuální inflační cíle vybraných světových centrálních bank.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB (Matějková, 2021).

Na této tabulce si lze povšimnout častého výskytu čísla 2 jakožto cílované procentuální míry inflace v mnoha zemích. Vystávají tak současně dvě otázky: 1) čím to je, že cíl centrálních bank je nízký, leč kladný? 11) je takový cíl konzistentní s cenovou stabilitou?

5.1.1 Odůvodnění kladného inflačního cíle

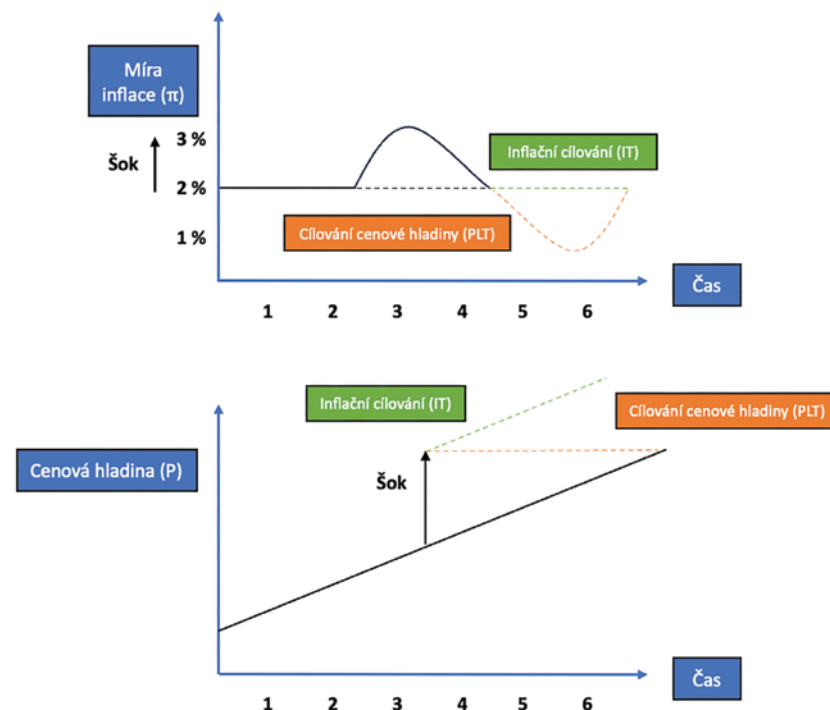
Cenovou stabilitou se obvykle rozumí nikoli doslovná neměnnost průměrných cen, nýbrž jejich mírný, pravidelný a předvídatelný růst. Cenová stabilita tak v praxi není totéž, co stabilita cen. Dodejme, že úplná strnulost cen je v tržní ekonomice nemyslitelnou záležitostí, neboť k neustálým změnám v relativních cenách zboží a služeb nutně

dochází nepřetržitě, a to kvůli ustavičně se měnící nabídce a poptávce po jednotlivých statcích. Změny relativních cen jsou zcela žádoucím jevem, jelikož trhu umožňují hledání takových cen, při kterých jsou nabízená množství statků s těmi poptávanými v rovnováze – potlačení tohoto přirozeného jevu by mělo pro ekonomiku silně destabilizující účinky, poněvadž by konstantní ceny nedokázaly sladovat žádanost jednotlivých statků s jejich skutečnou vzácností, čímž by vznikaly permanentní nedostatky a přebytky zboží tak, jak je příznačné pro centrálně plánovanou ekonomiku (Lízal, 2014).

Cenovou stabilitu Blinder (1995), Greenspan (2001) a Yellenová (Yellen, 2017a) shodně definují jako takovou míru inflace, která je dostatečně nízká a stabilní, aby nevstupovala do kalkulací ovlivňujících ekonomická rozhodnutí domácností a podniků. Lars Svensson (2000a; s. 3) však přesto tvrdí, že „označovat nízkou inflaci jako cenovou stabilitu je skutečně poněkud chybné“; takové označení totiž může veřejnost uvést v omyl ohledně měnověpolitického režimu centrální banky a jeho cílů.

Dosahování cenové stability v rámci režimu inflačního cílování (IT) není totéž, co cílování cenové hladiny (PLT). Mezi těmito režimy měnové politiky existují fundamentální rozdíly. V režimu inflačního cílování, na rozdíl od PLT, nejsou odchylky od inflačního cíle následně vyhlazeny protisměrným vývojem. Dojde-li například k tomu, že je inflační cíl centrální banky překročen, nesnaží se o zrcadlově obrácený vývoj cenové hladiny (resp. deflaci odpovídající rozdílu mezi skutečnou mírou inflace a inflačním cílem),⁶² nýbrž o návrat k inflačnímu cíli a poté stále dosahování jeho hodnoty. Není-li nadprůměrná míra inflace později kompenzována podprůměrnou mírou inflace v nále-

žitě výši (což je právě případ IT), nebude cenová hladina vykazovat známky stability, nýbrž růstové tendence (Svensson, 1996). To samozřejmě platí i naopak. A naproti tomu stojí režim cílování cenové hladiny (PLT), kde centrální banka koná tak, aby cenovou hladinu neustále vyrovnávala a aby se odchylky od inflačního cíle postupně neakumulovaly jako v režimu inflačního cílování (IT). Zásadní rozdíl mezi těmito režimy vyobrazuje grafické schéma níže.



obr. č. 19

Grafické srovnání cílování cenové hladiny a cílování míry inflace.

Zdroj: Vlastní zpracování. Pozn.: obrázek je pro lepší přehlednost značně stylizovaný; hodnoty a vývoj jednotlivých veličin ani vztah mezi nimi nemusejí odpovídat skutečnosti.

⁶² Centrální banka by měla v takovém případě usilovat o (negativní) míru inflace odpovídající algebraickému výrazu $\pi - \pi^T$, kde π^T označuje hodnotu inflačního cíle centrální banky, π skutečnou, naměřenou míru inflace; to nicméně v režimu inflačního cílování nečiní.

Centrální banky (včetně ČNB) používají k měření míry inflace index spotřebitelských cen (CPI), který je postaven na spotřebním koši, jenž se snaží reflektovat nákupní aktivitu průměrného spotřebitele. Spotřební koš v ČR každoročně sestavuje Český statistický úřad. Je v něm dohromady zahrnuto 12 oddílů, přičemž v každém z nich je několik různých položek, z nichž každá má stanovenou svoji váhu. Jednotlivé oddíly spotřebního koše a jejich celkové váhy ukazuje tabulka č. 2.

Oddíl	Váhy oddílů, vyjádřeno v procentech (%)
Potraviny a nealkoholické nápoje	17,8
Alkoholické nápoje a tabák	8,7
Odívání a obuv	3,9
Bydlení, voda, energie, paliva	26,7
Bytové vybavení, zařízení domácnosti	5,8
Zdraví	2,7
Doprava	10,4
Pošty a telekomunikace	3,3
Rekreace a kultura	8,1
Vzdělávání	0,6
Stravování a ubytování	5,8
Ostatní zboží a služby	6,3
Celkem	100

tab. č. 2
Spotřební koš v ČR k roku 2023. Zdroj: Vlastní zpracování podle ČSÚ (2023).

Ačkoli se váhy jednotlivých statků, odpovídající jejich zastoupení v celkových výdajích průměrného spotřebitele, průběžně mění, ke změnám nedochází ve stejné dynamice, jako se mění preference spotřebitelů a jejich nákupní aktivita. Prvním zásadním důvodem, proč centrální banky cílí kladnou, ale nikoli nulovou míru inflace, je proto fakt, že index spotřebitelských cen míru inflace systematicky zkresluje

(vychyluje ji oproti skutečnému stavu výše). Zásadní prací v této oblasti je zpráva tzv. Boskinovy komise, kterou roku 1995 zřídil Senát Spojených států amerických za účelem změření možných zkreslení výpočtu indexu spotřebitelských cen. Konečným stanoviskem Boskinovy komise, zveřejněným v prosinci následujícího roku, je celkové vychýlení CPI ve výši 1,1 % ročně (Boskin *et al.*, 1996). Zdroje tohoto zkreslení („bias“) uvádějí Boskin a kol. hned čtyři, jmenovitě i) *substituční vychýlení*,⁶³ ii) *vychýlení změnou kvality*,⁶⁴ iii) *vychýlení novými produkty*,⁶⁵ iv) *vychýlení nákupním procesem*.⁶⁶ Petr Horák (2015) ve své práci uvádí další studie, které na výzkum Boskinovy komise navázaly a samy kvantifikovaly vychýlení CPI oproti skutečné inflaci směrem výše velmi podobně, přesto však byla jimi uváděná čísla mírně odlišná (1 %; 0,6–1,5 %; 1 %; 1–1,5 %).

Zdroj zkreslení inflace v CPI	Odhad míry zkreslení, vyjádřeno v procentech (%)
Substituční vychýlení na „horní vrstvě“	0,15
Substituční vychýlení na „spodní vrstvě“	0,25
Nové produkty/změny v kvalitě produktů	0,6
Změny v nákupním procesu	0,1
Celkové zkreslení	1,1

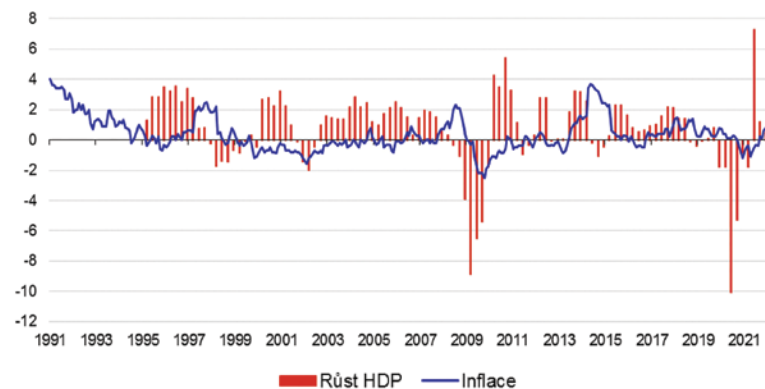
tab. č. 3 **Odhad jednotlivých zdrojů vychýlení CPI oproti skutečné inflaci Boskinovou komisí.** Zdroj: Vlastní zpracování podle Boskin *et al.* (1996).

⁶³ Substituční zkreslení CPI spočívá v tom, že spotřebitelé reagují na změny relativních cen rychleji a více, než kolik je CPI schopen zachytit – váhy položek ve spotřebním koši se nemění ve stejných intervalech, v jakých spotřebitelé v důsledku změn relativních cen nakupují levnější substituty.
⁶⁴ Spotřební koš z pochopitelných důvodů není schopen zachytit změny v kvalitě spotřebních statků.
⁶⁵ Nové produkty vznikají téměř nepřetržitě, což CPI rovněž nedokáže vhodně reflektovat.
⁶⁶ Toto zkreslení nastává tehdy, když u spotřebitele dojde ke změně nákupního procesu (jedná se například o změnu prostředí či lokace nákupů).

Důvody stojící za kladným inflačním cílem centrálních bank se netýkají pouze technických problémů spojených s nedokonalostmi indexů, jimiž je inflace měřena.⁶⁷ Ostatně vycházíme-li z konečné kvantifikace zkreslení inflace v CPI Boskinovou komisí, stále zbývá necelé jedno kladné procento, které je potřeba vysvětlit. Dalším (neméně zásadním) determinujícím faktorem nízké, nikoli však nulové cílované míry inflace, je jistá rezerva proti záporné míře inflace, jejíž udržování snižuje riziko, že náhlý a neočekávaný pokles agregátní poptávky přivede ekonomiku do nebezpečného deflačního teritoria (Bernanke, 2002). Absolutnímu poklesu cenové hladiny se centrální banky snaží (často i za každou cenu) bránit zejména proto, že je obvykle doprovázen útlumem ekonomické aktivity (tj. recesí, či dokonce depresí) a mnohdy i nežádoucí nestabilitou finančního nebo bankovního sektoru plynoucí z klesajících cen aktiv. Ačkoli tím historicky nejvýznamnějším a svými důsledky také nejvíce zničujícím obdobím (celosvětové) deflace byla bezesporu velká hospodářská krize na začátku 30. let 20. století, a přestože se od té doby napříč všemi zeměmi objevuje mnohem častěji cenová nestabilita opačného druhu (tj. inflace), dodnes existuje pár výjimečných případů zemí, které se s deflací dlouhodobě potýkají. Tím zdaleka nejvýznamnějším je Japonsko.

Již od devadesátých let minulého století, kdy došlo ke kolapsu cen aktiv a později i k tzv. asijské finanční krizi (AFC), v jejímž důsledku i k několikaleté ekonomické stagnaci, je míra inflace v Japonsku trvale velmi nízká, a nezdědka dokonce záporná. Devadesátá léta, z jejichž důsledků se tamější ekonomika dodnes plně nezotavila, bývají v souvislosti s Japonskem označována jako „Ztracená dekáda“ (Molnár, 2022). Jak nasvědčuje obrázek č. 20, poslední desetiletí dvacátého století nebylo

pro Japonsko jedinou ztracenou dekádou, jelikož reálný HDP se v této zemi od tohoto období stále nijak zvlášť nezvýšil – což je pozoruhodné, porovnáme-li Japonsko s jinými vyspělými ekonomikami, pro něž byla tato léta dobou bezprecedentního růstu prosperity.



obr. č. 20

Vývoj míry inflace a tempa růstu reálného HDP v Japonsku.

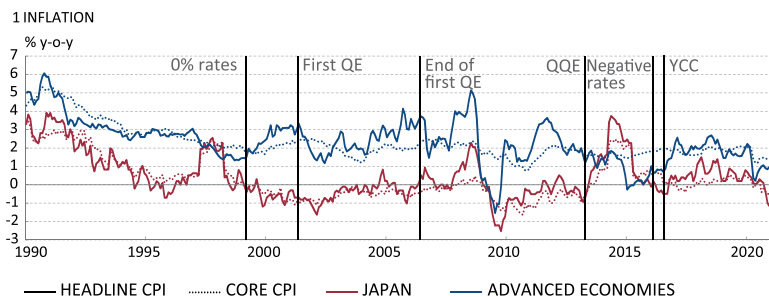
Zdroj: ČNB (Molnár, 2022). Pozn: Meziroční celková inflace, měsíční data; meziroční růst reálného HDP, čtvrtletní data (od roku 1995).

Míra inflace v Japonsku dosahovala takto nízké úrovně navzdory politice Bank of Japan (BoJ), která prováděla měnověpolitické kroky v souladu s tehdejšími teoretickými poznatky. BoJ se aktivně pokoušela o to, aby její měnová politika byla dostatečně uvolněná pro to, aby přivedla nízkou inflaci výš ke svému inflačnímu cíli – za tímto účelem byla nucena snížit své úrokové sazby až na 0 %, a to již v roce 2001. Jelikož nebylo toto opatření ani tak pro dosažení inflačního cíle⁶⁸ dostačující, zavedla BoJ nekonvenční nástroje měnové politiky, čímž se stala

⁶⁷ Josef Šíma (2002; s. 540) je přitom toho názoru, že se jedná o mnohem elementárnější problém: „Neexistuje žádný uspokojivý způsob, jehož pomocí by bylo možné „správný“ index sestavit, a tedy inflaci „změřit“.“

⁶⁸ BoJ definovala svůj inflační cíl teprve v roce 2012 (čímž se i poprvé explicitně přihlásila k režimu inflačního cílování), a to na hodnotu 1 %. O rok později byl její inflační cíl navýšen na, mezi centrálními bankami obvyklejší, 2 %.

na tomto poli průkopníkem. Japonská centrální banka spustila nejprve program kvantitativního uvolňování (QE) v letech 2001–2006, po vypuknutí světové finanční krize zavedla v roce 2010 BoJ tzv. komplexní měnové uvolňování (CME), roku 2013 bylo jejím prostřednictvím zavedeno kvantitativní a kvalitativní uvolňování (QQE) a od roku 2016 řídí výnosovou křivku vládních dluhopisů (Egea; López, 2021).⁶⁹ Zde dlouhý výčet všech BoJ uskutečňovaných nekonvenčních měnověpolitických opatření nekončí: od roku 2018 provádí tzv. *forward guidance* (tj. signalizaci budoucí měnové politiky), o dva roky později zavedla program nákupů více kategorií aktiv, v roce 2021 vešel v platnost její úrokový program na podporu úvěrování a v červenci roku 2023 dále uvolnila svoji politiku řízení výnosové křivky. Obr. č. 21 ukazuje vývoj míry inflace a inflačních očekávání v Japonsku a na časové řadě jednotlivá přijatá a ukončená měnověpolitická opatření Bank of Japan.



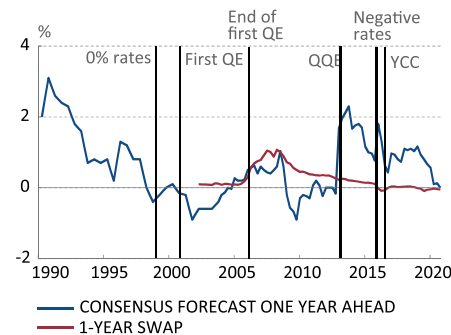
obr. č. 21a

Míra inflace a inflační očekávání v Japonsku.

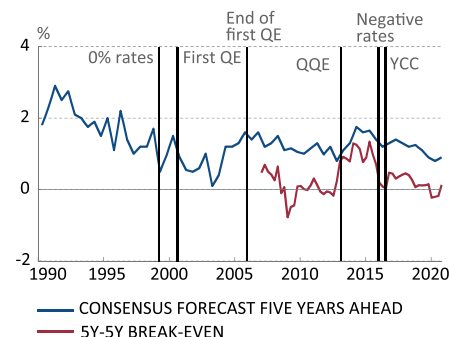
Zdroj: Banco de España (Egea; López, 2021).

⁶⁹ Bank of Japan vlastní přes 80 % desetiletých státních dluhopisů a 50 % veškerých dluhopisů japonské vlády (Frait, 2023b).

2 SHORT-TERM INFLATION EXPECTATIONS



3 LONG-TERM INFLATION EXPECTATIONS



obr. č. 21b

Míra inflace a inflační očekávání v Japonsku.

Zdroj: Banco de España (Egea; López, 2021).

Vývoj klíčových makroekonomických veličin v Japonsku (zejména reálného i nominálního HDP a míry nezaměstnanosti) ještě více utvrdil světové centrální banky v tom, že deflace způsobená oslabující agregátní poptávkou je i v moderních časech reálnou hrozbou, jejímuž příchodu by se měly svými nástroji měnové politiky (a to i těmi nekonvenčními) snažit důsledně zabráňovat.⁷⁰ Jak totiž ve spojitosti s deflací

⁷⁰ ČNB (2014; s. 4) uvádí: „Pokles cen nakupovaného zboží a služeb, který je z pohledu jednotlivého spotřebitele zdánlivě pozitivní, je na úrovni národního hospodářství jevem krajně nepříznivým a nevídaným.“

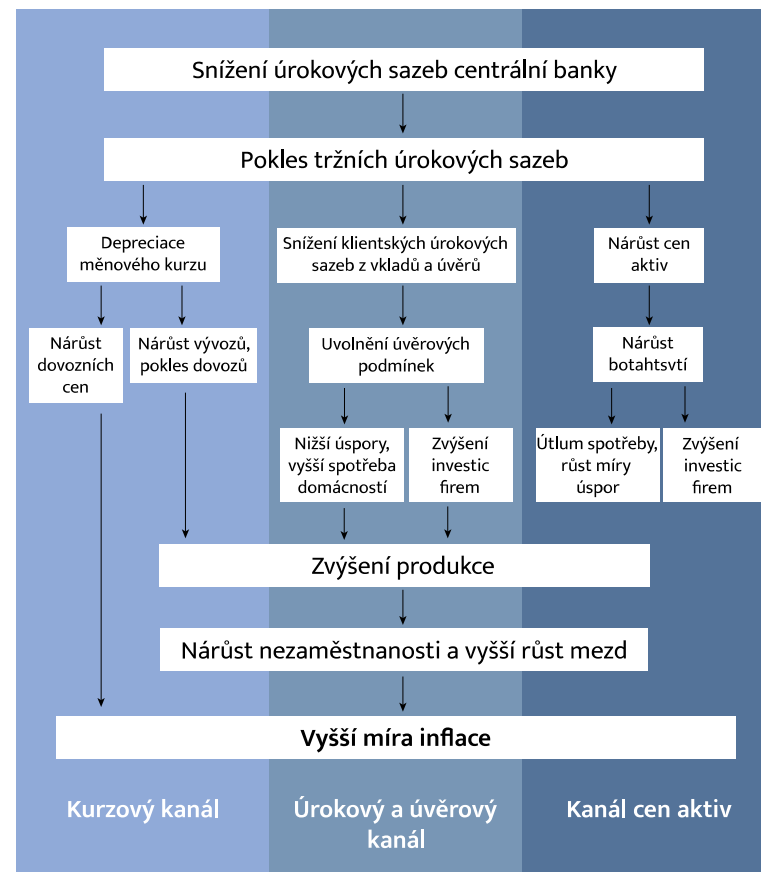
v Japonsku napsal Ben Bernanke (2020; s. 1): „Nízká inflace se může stát sebeudržující pastí, v níž nízká inflace a nízké nominální úrokové sazby snižují účinnost měnové politiky, což následně umožňuje přetrvávání nízké inflace nebo deflace.“

5.2 Transmisní mechanismus konvenční měnové politiky

Konečným cílem nezávislých centrálních bank je cenová stabilita,⁷¹ které se snaží dosahovat hlavně změnami svých krátkodobých úrokových sazeb. Skupina jednotlivých kanálů, jimiž měnová politika centrální banky na ekonomickou aktivitu působí, se nazývá *transmisní mechanismus*. Schéma transmisního mechanismu konvenční měnové politiky (tj. změn úrokových sazeb) ukazuje obrázek č. 22.

Obecně by se dalo říci, že změnil-li centrální banka prostřednictvím svých měnověpolitických operací výši úrokových sazeb, která se poté projeví i v odpovídající změně tržních úrokových měr, ovlivní tím jak intertemporální, tak intratemporální alokaci zdrojů v ekonomice. Pomyslných cest, kterými centrální banka převádí svá měnověpolitická opatření na rozhodování ekonomických subjektů, je více. V literatuře jsou uváděny konkrétně tři: I) úrokový a úvěrový kanál, II) kurzový kanál, III) kanál cen aktiv. Relativní důležitost těchto jednotlivých kanálů transmisního mechanismu měnové politiky pro danou ekonomiku závisí na tom, nakolik je otevřená zahraničnímu obchodu a kapitálu, nakolik je zde rozvinutý finanční systém a také na podobě jejího bankovního sektoru.

⁷¹ Michael Woodford (2003; s. 5) argumentuje, že jakákoli nestabilita všeobecné cenové hladiny je dobrým indikátorem neefektivity reálná alokace zdrojů, jelikož obecná tendence cen pohybovat se stejným směrem (nehledě na to, zda všechny ceny relativně ke svým dřívějším hodnotám rostou, nebo klesají) je příčinou a zároveň symptomem systematické nerovnováhy v alokaci zdrojů.



obr. č. 22

Transmisní mechanismus konvenční měnové politiky.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB (Babecká-Kucharčuková et al., 2013).

5.2.1 Úrokový a úvěrový kanál

Z pohledu dlouhodobějšího vlivu na cenovou hladinu je nej-
důležitějším kanálem transmisního mechanismu měnové politiky

úvěrový a úrokový. Od změn úrokových sazeb centrální banky⁷² se přímo odvíjejí úrokové sazby mezibankovního trhu,⁷³ na něž následně komerční banky reagují úpravou úrokových sazeb u svých vkladů a úvěrů (Babecká-Kucharčuková *et al.*, 2013). Jak píše Michal Skořepa (2023; s. 66–67), bance se poskytnutí úvěru vyplácí jen v případě, že úrokový výnos z úvěru po očištění o rizika bude vyšší než ušlý úrokový výnos z uložení daného objemu rezerv u ČNB, která by jej úročila v rámci repo operací 2T repo sazbou, nebo než úrokový náklad na půjčku likvidity od jiných bank. A proto, že výše ušlého úrokového výnosu i úrokového nákladu se obvykle pohybují v blízkosti repo sazby, je právě repo sazba ČNB základní úrokovou sazbou, od níž se odvíjejí další tržní úrokové míry v ekonomice. Z pohledu ekonomických agentů determinují tržní úrokové míry jejich mezikasové plány – při vyšší úrokové míře *ceteris paribus* roste ochota domácností spořit a úměrně tomu klesá jejich ochota alokovat tuto část disponibilního důchodu na spotřební statky a u podniků zase vyšší úrokové míry za jinak stejných okolností snižují atraktivitu investic, neboť očekávaný tok příjmů musejí diskontovat vyšší sazbou, čímž klesá jejich očekávaná návratnost. Změny úrokových sazeb celkově

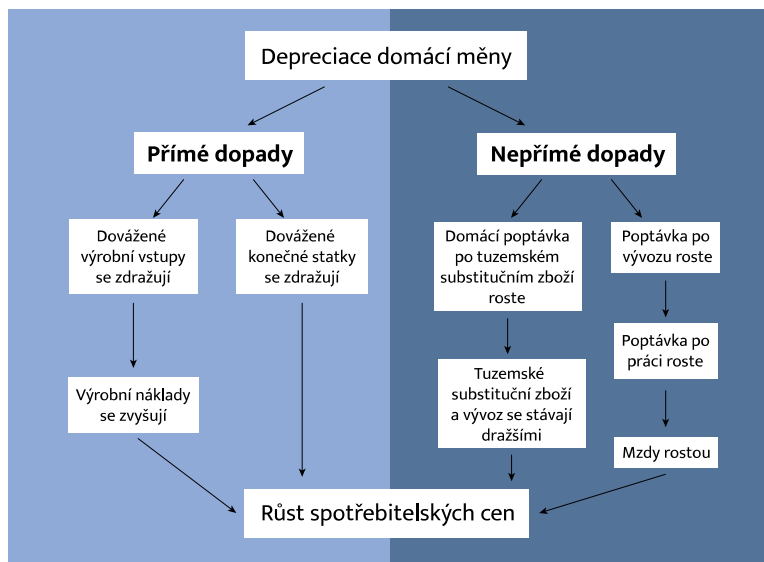
⁷² V případě ČNB jde primárně o tzv. dvoutýdenní (2T) repo sazbu, kterou používá centrální banka jako limitní úrokovou sazbu pro své repo operace, jimiž formou tendrů umožňuje komerčním bankám úročení určitého objemu jejich volných rezerv. Při sjednání této operace uzavírají její strany dohodu o zpětném odkupu („Repurchase agreement“ – odtud *repo*) aktiv. Základní doba trvání těchto operací je 14 dní (proto dvoutýdenní čili 2T repo sazba).

⁷³ V ČR se jedná o sazbu PRIBOR (PRague InterBank Offered Rate), která představuje průměrnou úrokovou sazbu, za níž by komerční banky byly ochotny poskytnout depozitum jiným bankám na mezibankovním trhu. Obecně se však pro tyto úrokové sazby používá anglický termín InterBank Offered Rate, jehož zkratka je IBOR.

vzato ovlivňují agregátní poptávku v ekonomice (v případě otevřené ekonomiky i zahraniční poptávku po tuzemských statcích) – vyšší úrokové míry ji snižují, kdežto pokles úrokových měr vyvolává její růst. Jelikož peníze vznikají dominantně při poskytování úvěrů komerčními bankami, má růst úrokových měr vliv i na peněžní zásobu, u níž dochází v jeho důsledku k poklesu tempa jejího růstu (či přímo k její kontrakci). Zásadní dopad má růst tržních úrokových sazeb i na výnos vládních dluhopisů, pročez i na množství mandatorních výdajů, které stát musí věnovat obsluze státního dluhu.

5.2.2 Kurzový kanál

V malé otevřené ekonomice, kterou je i Česká republika, hraje významnou roli taktéž *kurzový kanál*. Změny úrokových sazeb totiž okamžitě působí na měnový kurz. A to tím, že *ceteris paribus* zvyšují úrokový diferenciál mezi zemí, v níž došlo ke zvýšení úrokových měr, a tou, kde zůstaly v daném období úrokové sazby neměnné. To má za následek, že relativně vyšší úrokový výnos zvyšuje také atraktivitu finančních investic v této zemi oproti jiným – jak z pohledu domácích subjektů, tak rovněž z hlediska zahraničních investorů. Měnový kurz ovlivňuje jednak dynamiku dovozních cen při vyjádření v tuzemské měně a jednak cenovou konkurenceschopnost domácího zboží na domácím trhu, jakož i na trhu světovém (Kráľ, 2022). To jsou přímé a nepřímé dopady změny měnového kurzu, které se následně projevují i v konečných cenách spotřebních statků. Pro kurzový kanál transmisního mechanismu měnové politiky je charakteristické, že na rozdíl od těch ostatních působí na míru inflace takřka okamžitě, bez výrazného časového zpoždění. Obrázek č. 23 ilustruje situaci, kdy snížení úrokových sazeb vede k depreciaci měnového kurzu a ukazuje jednotlivé mechanismy, kterými nakonec ovlivňuje míru inflace.



obr. č. 23

Transmisní mechanismus kurzového kanálu měnové politiky.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB (Baxa; Šestořád, 2019).

5.2.3 Kanál cen aktiv

Posledním významným kanálem, jímž působí změna úrokových sazeb na míru inflace, je kanál cen aktiv, též nazývaný jako „kanál bohatství“. Změna úrokových sazeb ovlivňuje rovněž ceny finančních aktiv, jakými jsou dluhopisy, u nichž nová úroveň úrokových sazeb mění tvar krátkého, a potažmo i dlouhého konce jejich výnosové křivky, a akcie, u kterých se mění jejich očekávaná výnosnost.

Uvažme nyní příklad, že tržní úrokové míry poklesnou. V takovou chvíli se sníží výnosy státních i korporátních dluhopisů, a proto vzroste jejich cena.⁷⁴ Jelikož jsou budoucí očekávané peněžní toky

⁷⁴ Mezi cenou a mírou výnosu z dluhopisu totiž vždy existuje inverzní vztah.

z akcií diskontovány nižšími diskontními sazbami (tj. nižší úrokovou mírou), současná hodnota budoucích peněžních toků se zvyšuje, a tím rostou ceny akcií (Jílek, 2004; s. 464). Jak dokládá obrázek č. 22, růst bohatství způsobený vyššími cenami držенých finančních aktiv zvyšuje investiční výdaje firem, které vedou k větší produkci spotřebních statků, a tím nakonec i k růstu míry inflace;⁷⁵ současně mohou vyšší ceny aktiv také zvyšovat spotřebu domácností. Je nicméně třeba říci, že ceny finančních aktiv ovlivňují i jiné faktory, na něž měnová politika nemá přímý vliv, a kvůli tomu sehrává kanál cen aktiv v poměru k ostatním kanálům transmisního mechanismu měnové politiky podružnou roli.

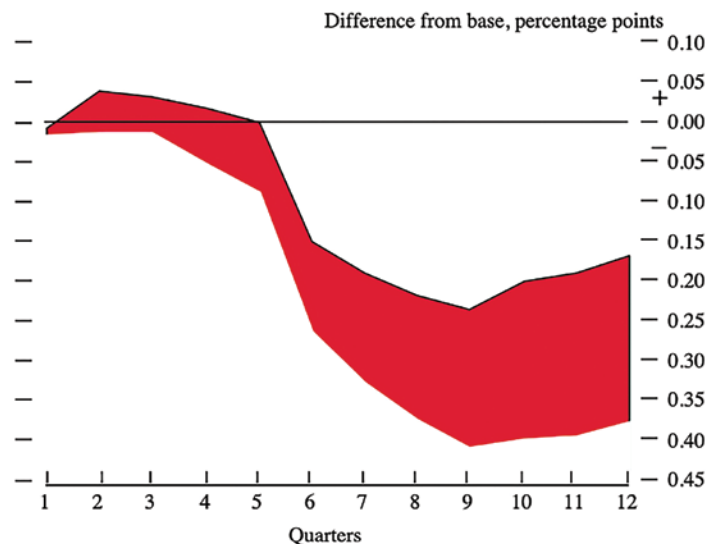
5.3 Horizont měnové politiky

Transmise měnové politiky má určité zpoždění. To jinými slovy znamená, že dnešní změny úrokových sazeb se v ekonomické aktivitě projeví nikoli okamžitě, ale až po uplynutí jistého časového úseku. Tento fakt bere centrální banka v potaz a zohledňuje jej při stanovení horizontu své měnové politiky,⁷⁶ což je doba v budoucnu, na kterou se při rozhodování o změně svých úrokových sazeb nejvíce soustředí, protože má během ní na míru inflace největší vliv. Dojde-li k vychýlení inflace od inflačního cíle, podstupuje centrální banka taková opatření, aby ji na deklarovaném horizontu vlastní měnové politiky dostala zpět k jeho hodnotě. Měnověpolitický horizont se napříč centrálními bankami poněkud liší; obvyklé minimální zpoždění dopadů

⁷⁵ Je vhodné dodat, že vyšší produkce v dlouhém období inflační tlaky naopak tlumí, zatímco krátkodobě dominuje efekt vyšší agregátní poptávky.

⁷⁶ Janet Yellenová (Yellen, 2017b; s. 1) podotýká: „Vzhledem k tomu, že změny úrokových sazeb ovlivňují hospodářskou aktivitu a inflaci se značným zpožděním, Federální výbor pro volný trh (FOMC) stanovuje měnovou politiku s ohledem na její vliv na výhled ekonomiky.“

měnověpolitických kroků na míru inflace je však zhruba jeden rok.⁷⁷ Horizont měnové politiky ČNB činí dlouhodobě 4–6 čtvrtletí (tj. rok až rok a půl).⁷⁸ Zpoždění mezi přijatými měnověpolitickými opatřeními (konkrétně zvýšením krátkodobých tržních úrokových sazeb o jeden procentní bod) a jejich dopady na míru inflace ukazuje obrázek č. 24.



obr. č. 24

Dopad zvýšení krátkodobé tržní úrokové míry o 1 p. b. na míru inflace.

Zdroj: BoE.

⁷⁷ V ČR je síla transmise úrokových sazeb největší zhruba v polovině transmisního období, tedy čtvrtém kvartále (Komárek, 2023).

⁷⁸ S výjimkou loňského srpnového zasedání bankovní rady, kdy byl „z důvodů mimořádných nákladových tlaků v podmínkách výjimečně vysoké míry nejistoty“ v základním scénáři makroekonomické prognózy ČNB horizont měnové politiky posunut na 18–24 měsíců (ČNB, 2022b).

5.4 Taylorovo pravidlo a Taylorův princip

Klíčovým měnověpolitickým pravidlem, které je centrálními bankami v jimi modifikované podobě dodnes využíváno,⁷⁹ třebaže jej jeho autor představil již ve svém článku z roku 1993 (Taylor, 1993), je tzv. Taylorovo pravidlo, pojmenované po jeho tvůrci Johnu B. Taylorovi. To je unikátní v tom, že na rozdíl od jiných měnověpolitických pravidel používá jako operativní proměnnou krátkodobou úrokovou sazbu centrální banky, což jej činí pro měnovou autoritu snadno aplikovatelným (Táborský, 2020). Taylorovo pravidlo může v jednoduchém algebraickém zápisu vypadat následovně:

$$i_t^{CB} = r_t^* + \pi_t + 0,5(\pi_t - \pi_t^T) + 0,5(\% \Delta Y_t - \% \Delta Y_t^*)$$

Jednotlivými veličinami v této rovnici jsou i) nominální úroková sazba centrální banky: $i(CB)$; ii) rovnovážná reálná (či jinak řečeno přirozená) úroková míra: r^* ; iii) skutečná míra inflace: π ; iv) odchylka skutečné inflace (π) od inflačního cíle centrální banky (π^T): $\pi - \pi^T$; v) *output gap* neboli odchylka tempa růstu reálného produktu ($\% \Delta Y$) od tempa růstu potenciálního produktu ($\% \Delta Y^*$): $\% \Delta Y - \% \Delta Y^*$. Oběma parametrům v této rovnici, vyjadřujícím sílu reakce centrální banky v závislosti na vývoji inflace a reálného produktu (tj. θ_π a θ_Y), přiřkl John B. Taylor váhu 0,5.

Za předpokladu, že přirozená reálná úroková míra (r^*) činí 1 %, míra inflace je na cíli centrální banky ($\pi = \pi^T$) čítajícím 2 % (tj. $\pi^T = 2$ %) a produkční mezera je nulová ($\% \Delta Y - \% \Delta Y^* = 0$, tj. $\% \Delta Y = \% \Delta Y^*$), by centrální banka měla nastavit svoji krátkodobou úrokovou sazbu na úroveň 3 %, neboť:

$$i_t^{CB} = r_t^* + \pi_t = 1 \% + 2 \% = 3 \%$$

⁷⁹ Ačkoli, jak píše Lars Svensson (2002; s. 18), „žádná centrální banka se dosud nezavázala k jednoduchému pravidlu nástroje, jakým je Taylorovo pravidlo.“

Taková nominální úroková sazba je neutrální proto, že efektivní reálná úroková míra centrální banky ($r[CB]$), odpovídající rozdílu mezi nominální úrokovou sazbou centrální banky ($i[CB]$) a mírou inflace, která je přímo na cíli centrální banky ($\pi = \pi^T$), je totožná s hodnotou přirozené úrokové míry (r^*):

$$r_t^{CB} = i_t^{CB} - E_t(\pi_{t+1}) = r_t^*$$

Neutrální úroková míra nese přívlastek „neutrální“ proto, že tato ekonomiku ani netlumí, ani nestimuluje – nepředstavuje tedy ani expanzivní, ani restriktivní měnovou politiku.⁸⁰ Ovšem dojde-li k vychýlení míry inflace (resp. inflačních očekávání) nad hodnotu inflačního cíle, z Taylorova pravidla jasně vyplývá, že by centrální banka měla zvýšit úrokové sazby o více procentních bodů, než o kolik se zrychlilo tempo růstu cenové hladiny – měla by zvýšit nejen nominální, ale i reálnou úrokovou míru (*et vice versa*). Jedná se o tzv. Taylorův princip.

5.4.1 Ex ante a ex post reálná úroková míra

Pro měnovou politiku je reálná úroková míra relevantnější než ta nominální, neboť je to právě ona, kterou se dle modelů centrální banky řídí racionální ekonomické subjekty při svém rozhodování. Z Fisherova vztahu víme, že reálná úroková míra představuje rozdíl mezi nominální úrokovou sazbou a mírou inflace. Avšak je třeba rozlišovat dva typy reálné úrokové míry, a to *ex ante* a *ex post*. U *ex ante* reálné úrokové míry je menšítelem nominální úrokové sazby očekávaná míra inflace:

$$r_t^{(ex\ ante)} = i_t^{CB} - E_t(\pi_{t+1})$$

⁸⁰ Jistým úskalím je nicméně fakt, že k tomu, abychom mohli rozhodnout, zda je nastavení úrokových sazeb expanzivní, neutrální, či restriktivní, musíme znát hodnotu přirozené úrokové míry (Bullard, 2018). Ta je ale – podobně jako ostatní proměnné, jež mají ve svém názvu adjektivum „přirozená“ – veličinou nepozorovatelnou a obtížně měřitelnou.

Kdežto u *ex post* reálné úrokové míry je od nominální úrokové sazby odečtena realizovaná (tj. již nezměnitelná) míra inflace, u obou veličin jde o rozdíl mezi obdobími t a $t-1$:

$$r_t^{(ex\ post)} = i_{t-t-1}^{CB} - \pi_{t-t-1}$$

Za předpokladu, že inflační očekávání nejsou dokonale adaptivní (tj. $[E_t(\pi)_{t+1} \neq \pi_t]$), dává pro měnovou politiku větší smysl vycházet z *ex ante* vyjádření reálné úrokové míry. Jan Frait a Jakub Matějů (2023a) argumentují, že míra inflace, kterou odvozujeme z dat ČSÚ, je již věc minulostí a na dnešní rozhodnutí lidí, zda spíše spořit, nebo naopak utrácet, nemá zásadní vliv. Ten má pouze inflace očekávaná, jakkoli tato může být do velké míry ovlivněna dřívější mírou inflace.

5.5 Nekonvenční měnová politika

Značný problém pro centrální banku nastává ve chvíli, kdy jí Taylorovo pravidlo (přesněji řečeno její makroekonomický model, jehož je měnověpolitické pravidlo podobného typu součástí) indikuje potřebu snížit její krátkodobé úrokové sazby pod nulovou úroveň. K tomu dochází v situaci, kdy skutečná míra inflace zaostává za jejím inflačním cílem ($\pi < \pi^T$) a ekonomika prožívá zápornou mezeru výstupu ($\% \Delta Y < \% \Delta Y^*$) nebo když přirozená úroková míra (r^*) samotná klesne až pod nulovou úroveň, což se přímo projeví i v hodnotě efektivní reálné úrokové sazby centrální banky (r).

5.5.1 Zero lower bound & Liquidity trap

Od přelomu tisíciletí, a ještě intenzivněji po světové finanční krizi v letech 2007–2009, se centrální banky vyspělých zemí potýkají s problémem, který byl dříve deklarován jako pouze „teoretické cvičení“ (Mašek, 2019). Onen „limitní případ“, o němž psal již J. M. Keynes (2020; s. 179) ve své *Obecné teorii* s doplněním, že jakkoli by v budoucnu mohl být prakticky důležitý, neví o žádném příkladu, který by se

dosud stal, se v Japonsku na konci 90. let ukázal být skutečností, na níž centrální banky (zejména BoJ) nebyly náležitě připraveny.

Stavem *zero lower bound* (ZLB) se v souvislosti s Japonskem ve svém klíčovém článku zabýval Paul Krugman (1998; s. 137), jenž jej ztotožnil s Keynesovou pastí likvidity⁸¹ („liquidity trap“), o níž hovořil jako o „nepříjemném rozpoložení, při němž měnová politika ztrácí svůj vliv, neboť nominální úroková míra je v podstatě nulová, a při kterém množství peněz ztrácí svůj význam, protože peníze a dluhopisy jsou v podstatě dokonalými substituty“. Důvod, proč nominální úrokové sazby nemohou klesnout (hluboko⁸²) pod nulovou mez, spočívá dle Svenssona (2000b) v tom, že by alternativou k investování do krátkodobých státních dluhopisů bylo jednoduše držet neúročenou hotovost. A tím by se, jak uvádí Svensson (2000a), měnová politika stala neúčinnou, jelikož by začala postrádat svůj vliv na nominální veličiny.⁸³

Třebaže bylo dosaženo ZLB a nominální úrokové sazby jako nástroj měnové politiky již nemohou být využity pro dodatečnou stimulaci agregátní poptávky, vyvolávající zamýšlené inflační tlaky, stále jsou tu pro centrální banku nasnadě určité metody, jak dostat míru inflace zpět na cílovanou hodnotu. A to už jen z toho principu, že

⁸¹ Keynesovu původní myšlenku Krugman (1998) analyzoval v intertemporálním modelu, na jehož základě demonstroval skutečnost, že očekávaný pokles budoucího reálného důchodu může stlačit přirozenou úrokovou míru až pod nulovou hranici (Potužák, 2018b).

⁸² Ze zkušeností některých zemí víme, že centrální banka v praxi může nastavit své úrokové sazby tak nízko, že se přímo octnou v záporném teritoriu. Existují zde však určité nepřekročitelné limity, a centrální banka je tak omezena snížit své úrokové sazby do záporných hodnot pouze mírně. Viz například Švýcarsko, kde byly úrokové sazby SNB od roku 2015 až do roku 2022 na úrovni -0,75 %.

⁸³ Srov. s Buiter a Panigirtzoglou (1999; s. 5): „O ekonomice se říká, že se nachází v pasti likvidity, když se vytratila možnost používat měnovou politiku ke stimulaci poptávky, protože nominální úroková sazba dosáhla nepřekročitelné úrovně.“

reálná úroková míra je dle Fisherova vztahu (vycházejícího z *ex ante* pojetí této veličiny) determinována rozdílem mezi nominální úrokovou sazbou a očekávanou mírou inflace na horizontu, který je pro měnovou politiku nejvíce relevantní. Dokáže-li tedy centrální banka ovlivnit inflační očekávání ekonomických subjektů, může docílit kýženého uvolnění měnové politiky, nulovým nominálním úrokovým sazbám navzdory (Svensson, 2003).⁸⁴ Centrální banka jinými slovy musí domácnostem a podnikům věrohodně vysvětlovat, že dokáže míru inflace dovést k hodnotě inflačního cíle, čímž je o tom sama přesvědčí, a tím i úspěšně zvýší jejich inflační očekávání.⁸⁵

Možných způsobů, jak v situaci ZLB dosáhnout růstu inflačních očekávání, je přitom hned několik. Jedním z nejznámějších je tzv. Svenssonův robustní postup („foolproof way“), který sestává z těchto jednotlivých kroků: I) stanovení cílované vzestupné trajektorie cenové hladiny, jež začíná na úrovni vyšší, než jaká je ta současná; II) oznámení, že domácí měna bude devalvována a její kurz navázán na úroveň odpovídající reálnému znehodnocení vůči rovnovážné úrovni („steady-state level“); III) součástí tohoto vyhlášení

⁸⁴ Francesco D'Acunto *et al.* (2022) píší, že zatímco centrální banky za „normálních okolností“, při nichž nejsou nominální úrokové sazby nijak omezeny, obvykle pracují s předpokladem, že inflační očekávání jsou pevně ukotvena na jejím cíli a že změny úrokových sazeb se na základě Fisherovy rovnice přímo přenášejí do identicky se vyvíjející *ex ante* reálné úrokové míry, v situaci ZLB (resp. ELB) nabývá řízení inflačních očekávání na mimořádném významu, protože se jedná o jeden z mála nástrojů, jímž centrální banka může ovlivnit očekávanou (tj. *ex ante*) reálnou úrokovou míru.

⁸⁵ Z toho také vyplývá, že při snaze centrální banky vymanit ekonomiku ze stavu ZLB je velmi důležitá její kredibilita a patřičně zvolená komunikační strategie – a právě zde přichází do hry *forward guidance*. Jak navíc dodává Svensson (2000b; s. 2): „Pouhé oznámení budoucí měnové expanze nebo inflačního cíle nemusí být pro soukromý sektor důvěryhodné, a tudíž nemusí ovlivnit inflační očekávání, pokud neexistuje žádný závazkový mechanismus nebo opatření, která by toto oznámení podporovala.“

by mělo být i sdělení, že po dosažení cílované cenové hladiny bude od fixace měnového kurzu upuštěno a bude opět zaveden původní režim měnové politiky, ať už se jedná o režim inflačního cílování, či cenové hladiny; iv) jako poslední krok uvádí Svensson (2000b) tato opatření prostě udělat („just doing it“), tedy splnit výše popsané kroky. Depreciace měny a její navázání na onu úroveň („crawling peg“) dle Svenssona (2003) představuje pro centrální banku konkrétní opatření, jímž může ekonomickým subjektům důvěryhodně prokázat svoji ochotu dodržovat vlastní závazek k vyšší budoucí cenové hladině, což vyvolává zvýšená inflační očekávání a stimuluje ekonomickou aktivitu snížením *ex ante* reálné úrokové míry. A právě skrze znehodnocení domácí měny vůči její dlouhodobé rovnovážné úrovni a zvýšení inflačních očekávání bude dosaženo cíle centrální banky v podobě předem deklarované výše cenové hladiny, načež bude od těchto opatření upuštěno (Svensson, 2000b).

5.5.2 Kvantitativní uvolňování

Kvantitativním uvolňováním (QE) rozumíme rozsáhlé nákupy aktiv (převážně státních dluhopisů, avšak může se jednat i o jiná aktiva) ze strany centrální banky, kterým se snaží budto o dosažení cenové stability v situaci ZLB, anebo o posílení stability bankovního sektoru či finančního systému.⁸⁶ Pro účely této práce je zásadnější dopad QE na cenovou stabilitu, proto bude právě jemu věnována tato kapitola.

⁸⁶ Jak píše Eva Zamrazilová (2014; s. 5): „Potřeba nestandardních či nekonvenčních opatření může být dána poruchami či dysfunkcemi finančního systému způsobenými krizí důvěry.“ Příkladem této potřeby je finanční krize (GFC) v letech 2007–2009, kdy (nejen) americký bankovní systém trpěl nedostatkem likvidity, kterou si na mezibankovním trhu jednotlivé banky nechtěly vzájemně půjčovat, neboť operovaly v prostředí mimořádné nejistoty a s poskytnutím prostředků ostatním bankám by podstoupily taková rizika, která jednoduše nebyly ochotny snést, a proto tak ani nečinily. Viz také King (2017; s. 36): „Některé banky měly peníze a jiné zase nikoli. Problém spočíval

Transmisní mechanismus tohoto nekonvenčního nástroje měnové politiky lze na příkladu nákupu vládních dluhopisů popsat následující posloupností: i) centrální banka za nově vytvořenou likviditu nakoupí na sekundárním trhu vládní dluhopisy s delší splatností, ii) v důsledku zvýšení poptávky po těchto cenných papírech, za čímž stojí právě rozsáhlá nákupní aktivita centrální banky, dochází k růstu jejich ceny, a tím i nepřímo úměrně k poklesu míry jejich výnosu, iii) jelikož centrální banka nakoupila dluhopisy s delší splatností, výnosová křivka státních dluhopisů se pro změnu tvaru na svém konci stala plošší, iv) tím bylo dosaženo uvolnění dlouhodobých podmínek financování v) tato dlouhodobá úroková míra (v podobě sníženého výnosu vládních dluhopisů) začne působit i na jiné tržní úrokové míry (například úrokové sazby u hypotečních úvěrů, při nichž je komerčními bankami sledován právě delší konec výnosové křivky) vi) kvůli poklesu dlouhodobých nominálních tržních úrokových sazeb se *ceteris paribus* snižují i ty reálné, což vyvolává zamýšlené inflační tlaky.

Centrální banka svojí konvenční měnovou politikou ovlivňuje výši krátkodobých tržních úrokových sazeb a na ty dlouhodobé nemá změna jejich regulovaných úrokových sazeb bezprostřední vliv.⁸⁷ Naproti tomu QE může sloužit právě k tomu účelu, pomocí vyvolání změn v ocenění a výnosech vládních dluhopisů, prostřednictvím

v tom, že pro investory a v některých případech i pro samotné banky bylo nemožné rozeznat jedny od druhých. Všechny banky se tak staly podezřelými. Pro banky bylo obtížné a někdy až nemožné získat peníze, které byly ještě před několika týdny snadno dostupné.“

⁸⁷ Doplňme však, že centrální banka dokáže – ať už přímo svými měnově-politickými opatřeními, anebo zvolenou komunikací ohledně budoucího vývoje úrokových sazeb – měnit očekávání ekonomických subjektů ohledně vývoje jejich úrokových sazeb, což má patrný vliv i na dlouhodobé tržní úrokové míry.

centrální bankou uskutečňovaných nákupů a prodejů těchto aktiv, ovlivnit dlouhodobé úrokové míry.⁸⁸

Bernanke (2020) ve své práci o nových nástrojích měnové politiky vyzdvihuje signalizační efekt kvantitativního uvolňování, když podotýká, že zavedení QE může posloužit jako jistý signál vážnosti („signal of seriousness“), který vede investory k přesvědčení, že měnová autorita má v úmyslu udržovat krátkodobé úrokové sazby na nízké úrovni po delší dobu. Je však také důležité zmínit postřeh Ricarda Reise (2016), který konstatuje, že jakmile se rozvaha centrální banky dostatečně zvýší, přestává mít další vyhlášení QE v ekonomice, jejíž bankovní sektor je nasycen rezervami, vliv na míru inflace. Mezní přínos kvantitativního uvolňování na ceny v ekonomice je tedy dle této teze klesající – zatímco prohlášení ohledně zavedení tohoto opatření může míru inflace znatelně ovlivnit, překročí-li velikost rozvahy centrální banky určitý bod, tento vliv začne rychle odeznívat.

5.5.3 Řízení nominálního měnového kurzu a kurzový závazek ČNB

Jedním z nekonvenčních nástrojů měnové politiky, jenž se používá taktéž jako doplňkový nástroj k úrokovým sazbám centrální banky, je řízení nominálního kurzu domácí měny. Centrální banka v systému řízeného plovoucího kurzu zabraňuje přílišné volatilitě měnového kurzu svými intervencemi na devizovém trhu – eliminuje nadměrné výkyvy kurzu od jeho dlouhodobého trendu, onen trend samotný však povětšinou přímo neovlivňuje. Devizovými intervencemi centrální banky rozumíme nákupy či prodeje cizích měn za měnu domácí budto za účelem posílení, anebo oslabení měnového kurzu, který v malé otevřené ekonomice promptně působí i na míru inflace.

⁸⁸ Janet Yellenová (2017c) sama poznamenává, že se Federal Open Market Committee (FOMC) uchýlil k nákupu aktiv (tj. QE) proto, aby vyvíjel tlak na snižování dlouhodobých úrokových sazeb.

Jelikož oslabení měnového kurzu *ceteris paribus* zvyšuje míru inflace a protože centrální banka může emitovat teoreticky neomezené množství likvidity, za níž by následně na devizovém trhu mohla ve velkém objemu nakoupit zahraniční měnu, a tím oslabit měnu domácí, nabízí se možnost využít v situaci ZLB nominální měnový kurz jako nástroj měnové politiky. A přesně to učinila ČNB, když v listopadu roku 2013 vyhlásila asymetrický kurzový závazek s dolním limitem 27 CZK/EUR poté, co se v české ekonomice začaly objevovat silné deflační tlaky za situace, kdy byla 2T repo sazba ČNB již přesně rok na úrovni technického minima 0,05 %, čímž byl vyčerpán prostor pro další uvolňování měnové politiky konvenčním způsobem (Mandel; Tomšík, 2018; s. 302). Z vývoje makroekonomických veličin jasně vyplývá, že se tehdy jednalo o deflaci způsobenou negativním poptávkovým šokem, které by centrální banka svojí expanzivní měnovou politikou měla bránit – Česká republika v tomto období zažívala vůbec nejdelší recesi ve své samostatné historii (Franta *et al.*, 2014), jež byla spojena se slábnoucí zahraniční poptávkou, způsobenou evropskou dluhovou krizí, a velmi restriktivní domácí fiskální politikou. Vývoj reálného a nominálního HDP od prvního kvartálu roku 2010 do konce kurzového závazku (tj. 2017) ilustruje obrázek č. 25 na následující straně.

Jelikož prognózy ČNB z roku 2013 naznačovaly, že se míra inflace v roce 2014 dostane do záporných hodnot, jevílo se nutným přistoupit k určitému nekonvenčnímu nástroji měnové politiky (s ohledem na dlouhodobě vysokou likviditu v českém bankovním sektoru se přitom QE nezdálo být vhodným instrumentem), jehož možnou aplikaci ČNB *de facto* avizovala vlastní rétorikou („slovními intervencemi“) již zhruba rok předtím, než k němu přistoupila (Brůha; Tonner, 2017). ČNB (2014) deklaruje, že její analýzy ukázaly, že by při nečinnosti měnové politiky mohla českou ekonomiku zasáhnout deflace trvající nejméně dvě až tři čtvrtletí.

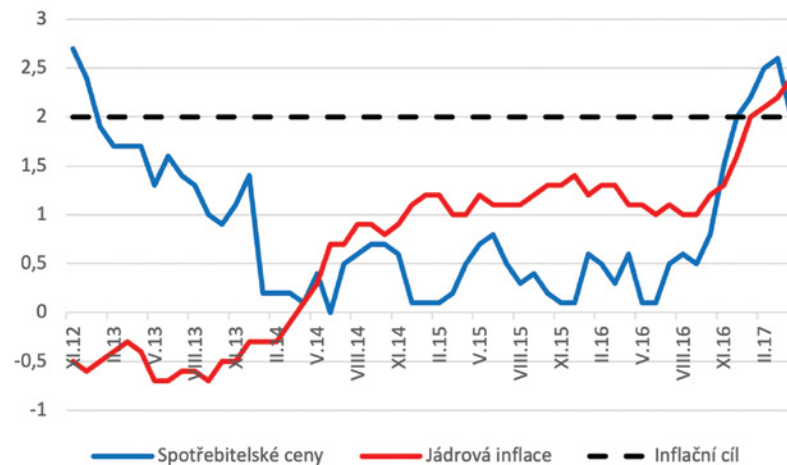


obr. č. 25

Vývoj reálného a nominálního HDP od roku 2010 po dobu kurzového závazku.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB, ARAD. Pozn.: 1Q/2011–1Q/2017; výdaje HDP; čtvrtletní data; meziroční index.

ČNB svůj jednostranný kurzový závazek ukončila 6. dubna roku 2017, kdy již byly inflační tlaky dost silné na to, aby eliminovaly riziko deflace v blízké době, čímž i pominula nutnost přítomnosti tohoto opatření. Brůha a Tonner (2017) ve své retrospektivní studii makroekonomických dopadů kurzového závazku docházejí k závěru, že vzhledem k přesvědčivým důkazům o pozitivním vlivu tohoto nestandardního opatření na jádrovou inflaci a absenci důkazů, jež by svědčily o tom, že by spodní hranice 27 CZK/EUR jakkoli poškodila tuzemskou ekonomiku, lze celkově vzato říci, že byl kurzový závazek správným a úspěšným měnověpolitickým opatřením. Obrázek č. 26 ukazuje míru inflace v ČR jeden rok před a po celou dobu kurzového závazku.



obr. č. 26

Vývoj tempa růstu spotřebitelských cen a jádrové inflace v období kurzového závazku ČNB.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB, ARAD. Pozn.: 11/2012–04/2017; přerušovanou čarou vyznačen 2% inflační cíl ČNB; měsíční data, stejné období předchozího roku = 100, v procentech (%), neočištěno o sezónní vlivy.

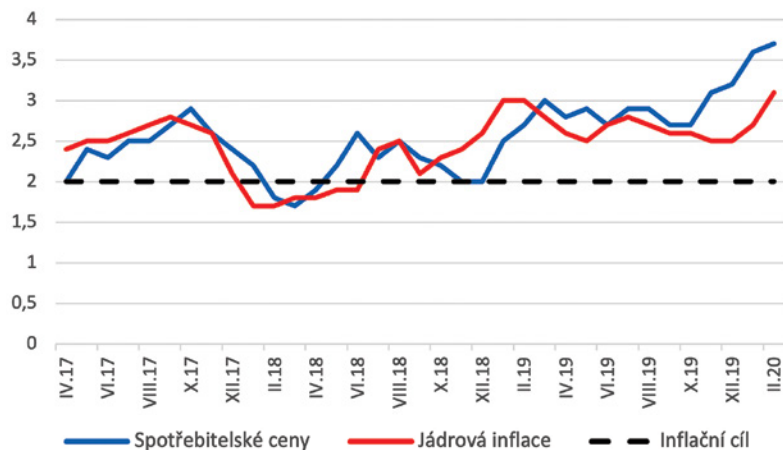
6 — Inlace v ČR a ve světě

V přechozích kapitolách této práce byl vybudován teoretický základ, z něhož bude dále vycházet část empirická věnující se příčinám zvýšené míry inflace na počátku 20. let tohoto století. Zřetel bude přitom kladen primárně na Českou republiku a dopady měnověpolitických kroků České národní banky coby tuzemské měnové autority.

6.1 Vývoj inflace v ČR po ukončení kurzového závazku ČNB – počátek vzednutí inflační vlny?

Výsledkem kurzového závazku a zvolené exitové strategie byl napjatý trh práce, ekonomika operující lehce nad svým potenciálním produktem a mírné překračování inflačního cíle ČNB, které však stále bylo v rámci horní poloviny tolerančního pásma (Holub; Musil, 2018). Tyto faktory představovaly kýžené inflační tlaky, jež se tuzemská měnová autorita snažila vyvolat po celou dobu přítomnosti svého nekonvenčního opatření a které byly již před jeho ukončením dopředu avizovány a ze strany ČNB komunikovány jako součást úsilí o dodatečné uvolnění měnových podmínek.

Nabízí se však dvě otázky – nebyl kurzový závazek ukončen až příliš pozdě a byl objem devizových intervencí v době před jeho ukončením, který byl z důvodu snahy o zabránění excesivní volatility kurzu české koruny v porovnání s předchozími měsíci mimořádně vysoký,



obr. č. 27

Vývoj tempa růstu spotřebitelských cen a jádrové inflace po ukončení kurzového závazku ČNB. Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB, ARAD. Pozn.: 04/2017–02/2020; přerušovanou čarou vyznačen 2% inflační cíl ČNB; měsíční data, stejné období předchozího roku = 100, v procentech (%), neочиštěno o sezónní vlivy.

adekvátní, přihlédneme-li k tomu, jak se vyvíjela míra inflace v letech následujících? Obrázek č. 27, mapující vývoj spotřebitelské a jádrové inflace od dubna roku 2017, kdy byl kurzový závazek ukončen, po únor roku 2020 (tj. poslední měsíc, kdy v ČR nebyl evidován žádný případ onemocnění virem SARS-CoV-2), dokládá přítomnost dlouhodobějších inflačních tlaků, které se projeví po opuštění tohoto intervenčního režimu. Vývoj míry inflace po kurzovém závazku nasvědčuje tomu, že zvýšená míra inflace v ČR v roce 2021 a letech následujících nemusela mít svůj původ pouze v makroekonomických dopadech politických opatření reagujících na pandemii covid-19, ale že ten se mohl datovat na období podstatně dřívější. Míra inflace v ČR se totiž až do

příchodu koronavirové pandemie setrvala pohybovala buďto těsně pod horní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle (tj. od 3 %), anebo nad ní. Je však sporné, zda to chápat jako chybu kurzového závazku jako takového,⁸⁹ jelikož je dost možné, že se jedná spíše o důsledek toho, že měnová politika v období po jeho opuštění byla (což lze říci až s výhodou dnešního pohledu) nedostatečně restriktivní.

6.2 Implikace pandemie covid-19 pro měnovou politiku

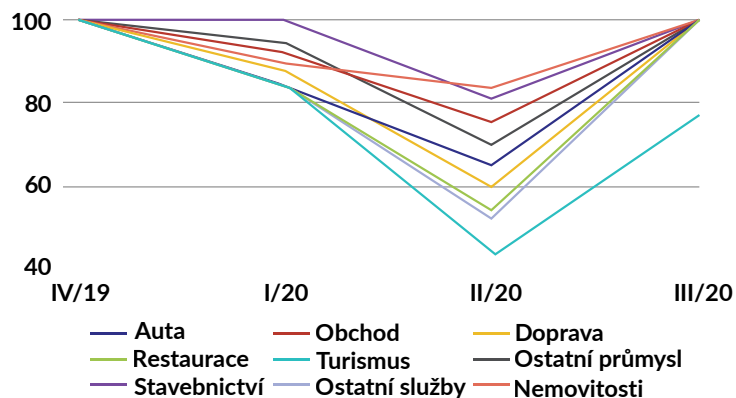
Česká republika byla stejně jako ostatní vyspělé země na počátku třetího desetiletí 21. století vystavena velké výzvě, kterou představoval příchod vysoce infekčního onemocnění covid-19, přesněji řečeno nutnost rychle se šířícímu koronaviru na vládní úrovni čelit. V reakci vláda zavedla s ohledem na obrovskou převládající nejistotu⁹⁰ celý vějíř opatření, která – ačkoli byla prosazena výlučně ze zdravotnických důvodů, a to konkrétně za účelem omezení šíření této nákazy – měla bezprostřední dopady na českou ekonomiku.

6.2.1 Dopady protipandemických opatření na HDP

Přijatá opatření, jejichž množství a intenzita restrikce se signifikantně zvýšily při vyhlášení nouzového stavu (12. 3. 2020), způsobila dramatický pokles celkové ekonomické aktivity již v prvním, výrazněji však v druhém čtvrtletí roku 2020 (Ambriško *et al.*, 2020).

⁸⁹ Dodejme, že modely centrálních bank nepočítají s tím, že by transmisní mechanismus měnové politiky (v tomto případě konkrétně devizových intervencí) mohl být až takto dlouhý a mít vliv na míru inflace i po třech a více letech.

⁹⁰ Ryan Bourne ztotožnil tehdejší pozici britské vlády s tím, co John Kay a Mervyn King – v duchu její „knightovské“ povahy – nazvali radikální nejistotou. Jak totiž píše, politici „byli konfrontováni s obrovským množstvím proměnných, které přinesly určité poznatky o viru a o tom, jak by na něj lidé měli reagovat, ale zároveň zoufale chyběly informace, které by mohly jejich představy potvrdit, nebo vyvrátit“ (Bourne, 2022; s. 130).



obr. č. 28

Přímý dopad vládních protiepidemických opatření do hrubé přidané hodnoty.

Zdroj: ČNB (Ambriško et al., 2020). Pozn.: neomezený provoz = 100 (návrat na hodnotu 100 ve třetím čtvrtletí 2020 neznámá dosažení předkoronavirové úrovně, nýbrž návrat do provozu neomezeného karanténními opatřeními).

Při rozkladu výdajových složek HDP lze spatřit, že byly v prvním pololetí roku 2020 nejvíce zasaženy položky následující: I) výdaje na konečnou spotřebu domácností, II) tvorba hrubého fixního kapitálu, III) vývoz zboží a služeb. Vývoj těchto komponent zachycuje tabulka č. 4.

	1Q/20	2Q/20	3Q/20
Spotřeba domácností	-2,8	-4,6	7,8
Tvorba hrubého fixního kapitálu	-1,4	-4,9	6,9
Vývoz	-1,7	-3,8	6,2

tab. č. 4

Přímé dopady protipandemických opatření do složek HDP během prvního pololetí roku 2020. Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB (Ambriško et al., 2020). Pozn.: vyjádřeno v procentních bodech (p. b.); mezičtvrtletní dynamika HDP; stálé ceny.

6.2.2 Reakce ČNB na makroekonomické dopady protipandemických opatření

Bankovní rada ČNB na svém mimořádném zasedání, které proběhlo 16. 3. 2020 (tj. deset dní před pravidelným měnověpolitickým zasedáním), projednávala přijetí stabilizačních opatření měnové, makrobezpečnostní a mikrobezpečnostní politiky s cílem deeskalace dopadů koronavirové pandemie na cenovou a finanční stabilitu i českou ekonomiku. Všichni členové bankovní rady se shodli na potřebě snížení úrokových sazeb ČNB pro uvolnění měnových podmínek (ČNB, 2020a).

Bankovní rada ČNB na svém druhém březnovém měnovém zasedání jednohlasně snížila 2T repo sazbu o 75 bazických bodů na hodnotu 1 %.⁹¹ Tento krok byl zdůvodněn jako reakce na očekávané makroekonomické dopady koronavirové pandemie (ČNB, 2020b).

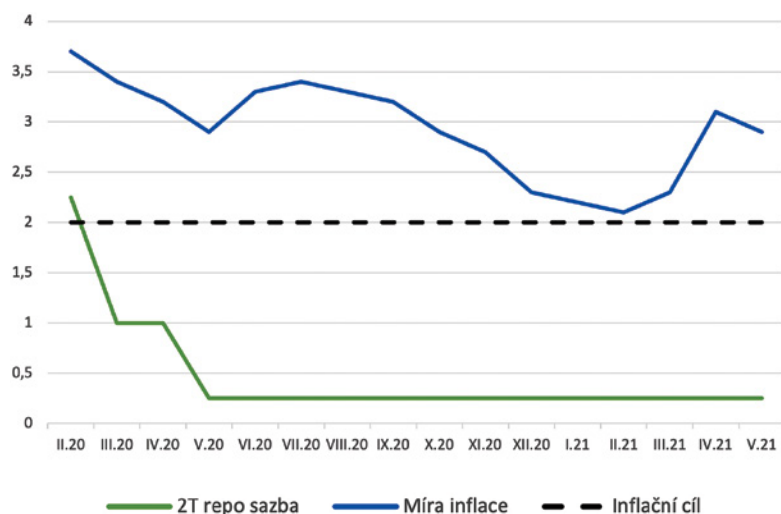
Na dalším měnověpolitickém zasedání, jež se uskutečnilo dne 7. 5. 2020, ČNB opět snížila 2T repo sazbu o 75 bazických bodů, tedy na úroveň 0,25 %.⁹² Ve svém prohlášení však bankovní rada konstatuje, že okolnosti během zpracování makroekonomické prognózy, o kterou se rozhodnutí tohoto kolektivního orgánu opíralo, byly vlivem tehdy probíhající koronavirové pandemie a s ní spojené extrémní nejistoty mimořádné (ČNB, 2020c).

Od květnového měnového zasedání bankovní rady ČNB zůstala 2T repo sazba neměnná (tj. na úrovni 0,25 %) až do 23. června roku 2021, kdy bankovní rada zvýšila tuto úrokovou sazbu o čtvrtinu

⁹¹ Současně bylo rozhodnuto o snížení lombardní sazby na 2 % a diskontní sazby na 0,05 %.

⁹² Na tomtéž zasedání bankovní rada rozhodla o snížení lombardní sazby na 1 % a ponechání diskontní sazby na stejné úrovni (tj. 0,05 %).

procentního bodu na úroveň 0,5 % (ČNB, 2021b).⁹³ Vývoj 2T repo sazby od února roku 2020 (po němž následovalo snižování úrokových sazeb na každém měnovém zasedání až do toho květnového, kdy byly úrokové sazby sníženy naposled v tomto roce) až po květen roku 2021 (tj. měsíc posledního měnověpolitického zasedání ČNB, kde byla 2T repo sazba ponechána beze změny na hodnotě 0,25 %) a míry inflace měřené vývojem spotřebitelských cen, ilustruje obrázek č. 29.



obr. č. 29

Vývoj 2T repo sazby ČNB a míry inflace v ČR během let 2020 a 2021.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB, ARAD. Pozn.: 02/2020–05/2021; přerušovanou čarou vyznačen 2% inflační cíl ČNB; měsíční data, stejné období předchozího roku = 100, v procentech (%), neočištěno o sezónní vlivy.

6.2.3 Makroekonomická povaha pandemického šoku

Kombinace makroekonomických šoků, které přivodila koronavirová pandemie, se značně liší od těch, jež stály za velkou recesí (světovou finanční a hospodářskou krizí v letech 2007–2010). Na rozdíl od této ekonomické krize, která se vyznačovala vysoce negativním sentimentem, je povaha pandemického šoku taková, že mnoho podniků bylo ochotno produkty vyrábět a nespočetně spotřebitelů bylo zase ochotno tyto výrobky spotřebovávat, jenže v tom jim bránila protipandemická opatření, která mnoho druhů ekonomické činnosti buďto výrazně omezovala, anebo přímo znemožňovala. To vyplývá z rychlého vzestupu výrobní a spotřební aktivity ekonomických subjektů bezprostředně po zrušení protipandemických opatření v první polovině roku 2020 (Babecká-Kucharčuková *et al.*, 2022).

Studie ČNB (Babecká-Kucharčuková *et al.*, 2022), zaměřující se na ekonomiku ČR, eurozóny a Spojených států, ukazuje, že pandemický šok měl významné charakteristiky nabídkového šoku. Kolektiv autorů však v téže analýze zároveň píše, že tím, co vedlo k „výraznému inflačnímu přehřátí“ byl nejen onen nákladový šok, ale rovněž příliš akomodační měnová politika prováděná některými významnými centrálními bankami. Politické kroky prosazované vládami a centrálními bankami v prvním roce pandemie značně podporovaly celkovou poptávku v ekonomice, a to v prostředí narušených dodavatelsko-odběratelských řetězců a z něho plynoucího nedostatku surovin všeho druhu. Byla to právě kombinace negativního nabídkového šoku a akomodační měnové⁹⁴ i fiskální politiky, která přirozeně vedla k prudkému nárůstu míry inflace v roce 2021.

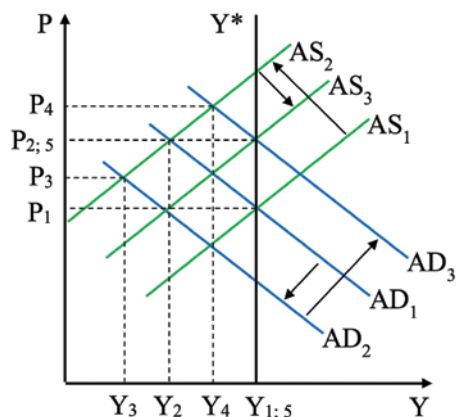
⁹⁴ Jak je dále uvedeno ve studii ČNB (Babecká-Kucharčuková *et al.*, 2022), měnová politika hlavních centrálních bank (zejména ECB a v menší míře i Fedu) byla v letech 2020 a 2021 velmi uvolněná.

Tuto situaci lze pro názorné vysvětlení zachytit v již představeném modelu AD-AS. Protipandemická opatření způsobila jakýsi vynucený pokles agregátní nabídky, když vláda některým producentům zcela znemožnila nadále pokračovat v jejich výrobní činnosti a těm zbylým stanovila často dost omezující podmínky, které museli akceptovat, pakliže nechtěli svoji produkci dočasně pozastavit. To v obrázku č. 30 zachycují poklesem agregátní nabídky z úrovně AS_1 do AS_2 . Tento posun nabídkové křivky po křivce agregátní poptávky způsobil současně pokles reálné produkce (Y) a růst cenové hladiny (P), když se ekonomika z původní rovnováhy dostala na rovnováhu vyšší (průsečík AD_1 a AS_2). Spotřebitelé byli v důsledku vládních restrikcí nuceni omezit svoji spotřebu, a to nejen služeb, které jimi byly nejvíce zasaženy, ale i mnoha různých druhů zboží. Ačkoli byli ochotni za spotřební statky utrácet své peněžní zůstatky, ty buďto na trzích nebyly k mání v množství dostatečném pro uspokojení dané poptávky v důsledku toho, že jejich producenti byli nuceni omezit jejich výrobu, anebo nebyly dostupné vůbec⁹⁵ kvůli znemožnění jejich produkce či poskytování vlivem vládních nařízení, protože došlo ke vzniku vynucených úspor. Obdobně tomu bylo u investic firem, jež byly z těchto důvodů také podstatně omezeny. Ať tak, či onak, konečným důsledkem byl pokles agregátní poptávky. Křivka agregátní poptávky proto v našem modelu klesá z AD_1 do AD_2 . Ekonomika dosahuje nové rovnováhy, když se protínají křivky AS_2 a AD_2 , a to za stavu nižší cenové hladiny (P), ale současně nižšího objemu reálné produkce (Y). Centrální banka se v tuto chvíli nezdržela své odezvy a prostřednictvím uvolnění měnových podmínek stimulovala

agregátní poptávku za účelem odvrácení hluboké recese. Podobně na ekonomiku působila i expanzivní fiskální politika vlády, jež se mnoha svými podpůrnými programy snažila udržet agregátní poptávku na vyšší úrovni.

Obrovským okamžitým impulzem pro ekonomiku bylo však až rušení vládních opatření, k nimž mohlo dojít díky relativnímu zlepšování pandemické situace v ČR i zahraničí. Spotřeba domácností a investice podniků, které byly nuceně omezeny, nyní skokově vyrostly, a to dokonce až nad úroveň před pandemií. Křivka agregátní poptávky se tak posunula z AD_2 do AD_3 . Ekonomika se nyní nachází v nové rovnováze, která představuje průsečík křivek AD_3 a AS_2 . V této rovnováze je cenová hladina (P) vyšší než v rovnováze předchozí a současně je větší i produkce (Y). Na tuto rostoucí poptávku reagovaly firmy zvýšením své produkce, avšak ta byla kvůli zpřetrhaným globálním obchodním vztahům (silně narušeným dodavatelsko-odběratelským řetězcům) nižší než v časech před rozšířením viru SARS-CoV-2. Křivka agregátní nabídky tak roste z úrovně AS_2 na novou úroveň AS_3 . Tam, kde se křivka agregátní poptávky AD_3 s křivkou agregátní nabídky AS_3 střetávají, vzniká konečná rovnováha, která je opět slučitelná s křivkou dlouhodobé agregátní nabídky ($LRAS$ čili Y^*). Tato rovnováha se však nachází na úrovni vyšší, než na jaké byla ta původní, což znamená, že ačkoli se reálný produkt (Y) nachází na stejné úrovni jako zpočátku, konzistentní s produktem potenciálním (Y^*), cenová hladina (P) se nachází na úrovni vyšší než výchozí. Konečným důsledkem těchto posunů křivek je tudíž dlouhodobě zvýšená míra inflace (Padrnos, 2023). To graficky znázorňuji na obrázku č. 30 na následující straně.

⁹⁵ S výjimkou černé ekonomiky, kde tyto služby mohly být navzdory vládním vyhláškám stále poskytovány.



obr. č. 30
Ilustrace pandemických
šoků v modelu AD-AS.
Zdroj: Vlastní zpracování
podle Padrnos (2023).

6.3 Analýza inflačních tlaků v ČR

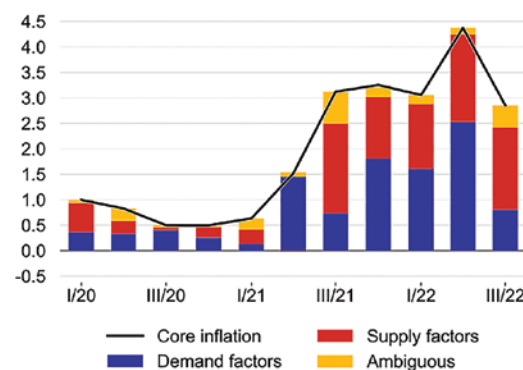
Pro retrospektivní vyhodnocení adekvátnosti měnověpolitických kroků centrálních bank v posledních letech je nezbytně nutné se nejprve zaměřit na povahu inflačních tlaků, bez jejíhož rozpoznání lze jen stěží dojít k jakýmkoli uspokojivým závěrům. Před dalšími empirickými kapitoly, jejichž součástí je i srovnání nynější inflační periody s „The Great Inflation“, se tak nyní pozastavujeme u zkoumání podstaty jednotlivých inflačních tlaků a jejich relativní důležitosti v inflační epizodě počátku této dekády.

6.3.1 Inflace v ČR a ve světě – nabídkový, či poptávkový fenomén?

Naši vlastní analýze zkoumání povahy zvýšené míry inflace v ČR na základě vývoje makroekonomických veličin předchází stručné shrnutí výsledků nedávných studií významných institucí věnujících se témuž tématu. Ty se v zásadě shodují, že za globálně zvýšenou mírou inflace stojí jak nabídkové, tak poptávkové faktory.⁹⁶ V čem se už však částečně rozcházejí, je odhad toho, nakolik jednotlivé složky přispěly k růstu inflace.

⁹⁶ Viz Gonçalves; Koester (2022; s. 70): „Při růstu inflace měřené HICPX hrály důležitou roli jak nabídkové, tak poptávkové faktory.“; Brůha; Šolc; Tomanová

Studie ČNB (Brůha; Šolc; Tomanová, 2022) ukazuje, že prudký nárůst inflace v ČR od počátku roku 2022 byl způsoben především rostoucími náklady spojenými s růstem cen energií. Autoři však rovněž podotýkají, že je zřejmé, že silné byly také poptávkové inflační tlaky (zejména v následujících čtvrtletích). Porovnání významu nabídkových a poptávkových faktorů na jádrové inflaci⁹⁷ v ČR v letech 2020 až 2022 poskytuje obrázek č. 31.

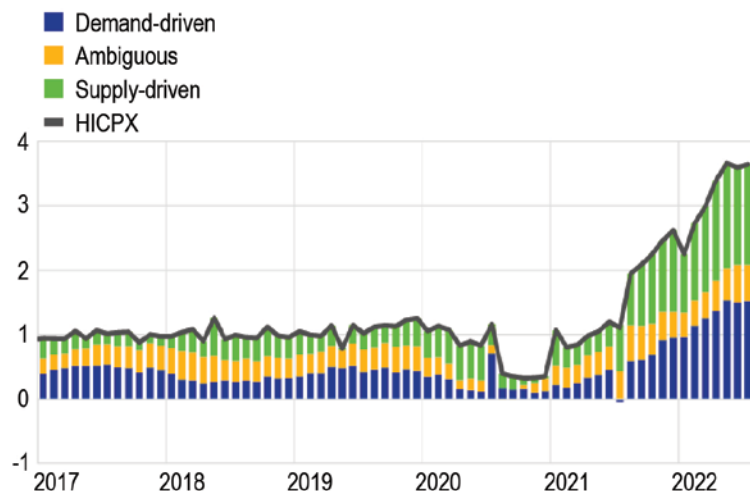


obr. č. 31
Procentuální podíl nabídkových a poptávkových faktorů na jádrové inflaci v ČR.
Zdroj: ČNB (Brůha; Šolc; Tomanová, 2022). Pozn.: kvartální data; sezónně očištěno; žlutě označené sloupce značí ty inflační tlaky, které přímo nespádají ani do jedné z těchto kategorií (jedná se např. o inflační očekávání).

(2022; s. 31): „Celková inflace začala v létě loňského roku [tj. roku 2021] výrazně růst a posunula se z tolerančního pásma kolem dvouprocentního cíle ČNB. Přispěly k tomu jak poptávkové, tak nákladové a další faktory.“; Eickmeier; Hofmann (2022; s. 13): „Následný prudký nárůst inflace od roku 2021 byl pak způsoben jak ze strany nabídky, tak ze strany poptávky, což odráží silný nárůst poptávky a zpřísnění podmínek nabídky.“; Shapiro (2022; s. 1): „Má analýza zdůrazňuje, že za současnou zvýšenou úroveň inflace jsou zodpovědné jak nabídkové, tak poptávkové faktory.“

⁹⁷ Dle slov Jana Hoška a Luboše Komárka (2023; s. 1) jsou pro účely měnové politiky centrální banky důležitější „cenové tlaky v jádru spotřebitelského koše, které může celková inflace, počítaná pomocí váženého aritmetického průměru, při výrazných asymetrických cenových pohybech (šocích) nadhodnocovat, nebo naopak podhodnocovat“. Jádrová inflace (tj. celková míra inflace bez regulovaných cen, bez cen potravin a pohonných hmot a po očištění o primární dopady změn nepřímých daní) je tudíž pro centrální banku relevantnějším ukazatelem cenového vývoje.

Podobná analýza prováděná Evropskou centrální bankou (Gonçalves; Koester, 2022) dochází k závěru, že růst míry inflace v eurozóně, měřený indexem HICP očištěným o ceny energií a potravin (HICPX), byl zpočátku třetího čtvrtletí roku 2021 tažen především nabídkovou stranou. Význam poptávkových faktorů se ovšem v průběhu času postupně zvyšoval. To ilustruje obrázek č. 32.



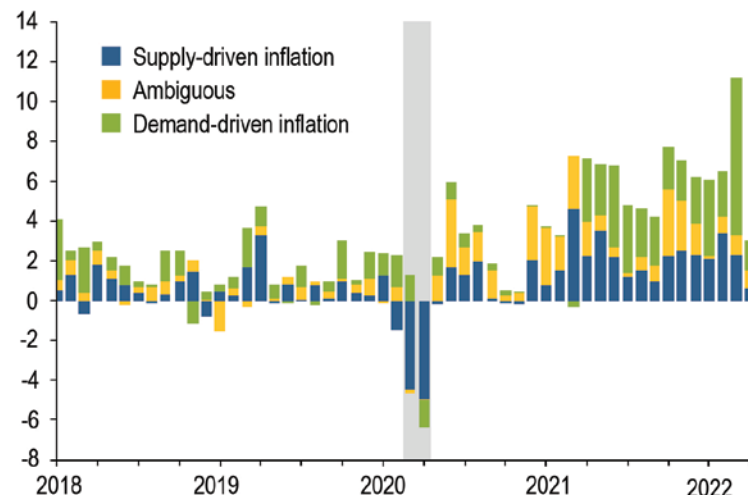
obr. č. 32

Dekompozice HICPX míry inflace v eurozóně na nabídkové a poptávkové faktory.

Zdroj: ECB (Gonçalves; Koester, 2022). Pozn.: Sezónně očištěná data; vyjádřeno v procentech (%); sloupce se žlutou barvou odpovídají těm inflačním tlakům, které nelze jednoznačně zařadit ani mezi poptávkové, ani nákladové.

Výzkum (Shapiro, 2022) zabývající se zvýšenou mírou inflace, měřenou indexem PCE (Personal Consumption Expenditures Price Index), ve Spojených státech zase prezentuje stanovisko, že faktory

nabídkové strany vysvětlují přibližně polovinu rozdílu mezi dvanáctiměsíční mírou inflace v roce 2022 a její úrovní před pandemií. Třetinový podíl na tom pak mají faktory poptávkové a zbytek připadá na ty faktory, u nichž nelze s takovou jistotou určit, zda jsou spíše poptávkové, či nabídkové. Příspěvky těchto druhů inflačních tlaků ke změnám v měsíčních hodnotách inflace ve Spojených státech ukazuje obrázek č. 33.



obr. č. 33

Míra inflace ve Spojených státech dle nabídkových a poptávkových faktorů.

Zdroj: Shapiro (2022). Pozn.: Příspěvky k anualizovaným měsíčním změnám míry inflace; vyjádřeno v procentech (%); šedě zaznačený úsek představuje recesi podle dat NBER; žlutě jsou vyznačeny inflační tlaky nespádající ani k poptávkovým, ani k nabídkovým faktorům.

Studie BIS (Eickmeier; Hofmann, 2022) popisující vývoj míry inflace ve Spojených státech v posledních pěti desetiletích svědčí o tom,

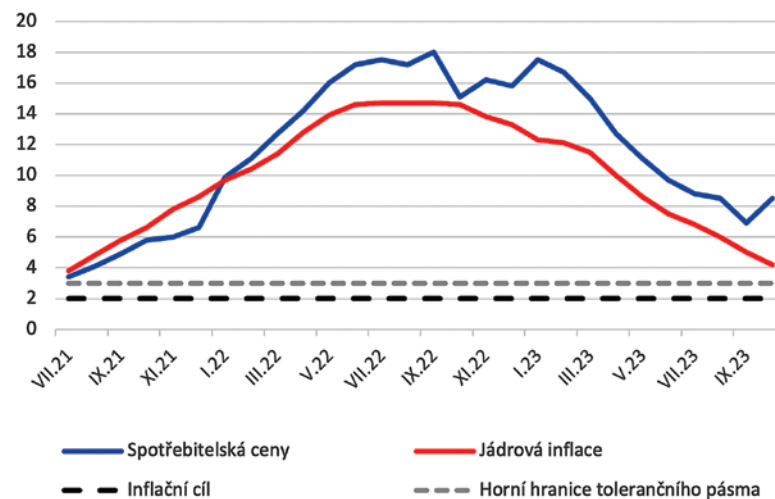
že od období roku 2021 se inflační tlaky poptávkového charakteru nacházejí na úrovních nevidaných od 70. let 20. století. V této analýze prováděná dekompozice inflačních tlaků indikuje, že nedávný růst míry inflace byl tažen zejména silnou poptávkou, ačkoli také omezená nabídková strana hrála důležitou (byť menší) roli. Další výsledky této analýzy ukazují, že podobně tomu bylo také v eurozóně. Ovšem ve srovnání se Spojenými státy byly u zemí Evropské měnové unie (EMU) relativně významnější nabídkové inflační faktory, a to hlavně v prvních dvou čtvrtletích roku 2022. To lze nejspíše připsat především rostoucím cenám energií v důsledku jejich omezených dodávek v souvislosti s ruskou invazí na Ukrajině.

6.3.2 Vývoj míry inflace

Míra inflace v ČR, měřená meziročním tempem růstu spotřebitelských cen, překročila horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle ČNB (tj. úroveň 3 %) již v listopadu roku 2019, když z říjnové hodnoty 2,7 % vzrostla na 3,1 %.⁹⁸ Od té doby se až do září (myšleno včetně tohoto měsíce) roku 2020 pohybovala míra inflace setrvale nad hranicí tohoto pásma. Tehdy míra inflace klesla na 2,9 % a v měsících následujících (tj. až do dubna roku 2021, kdy míra inflace vzrostla na 3,1 %) oscilovala v rozmezí 2,1–2,7 %. Větší zvrát pak přišel v červenci roku 2021, kdy míra inflace vzrostla z červnových 2,8 % na 3,4 %. Od té doby se míra inflace v ČR až do konce roku nepřetržitě pohybovala výrazně nad 3% hranicí tolerančního pásma ČNB. Vývoj míry inflace (vyjádřený přírůstkem spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku) spolu s inflací jádrovou od července roku 2021, kdy míra inflace opětovně překročila 3% hodnotu, až do října roku 2023⁹⁹ zachycuje obrázek č. 34.

⁹⁸ Za zmínku stojí, že již v březnu téhož roku míra inflace tuto hranici atakovala, když se nacházela na limitní úrovni rovných 3 %.

⁹⁹ Během psaní této části práce se jednalo o nejnovější dostupná data o míře inflace od ČSÚ.

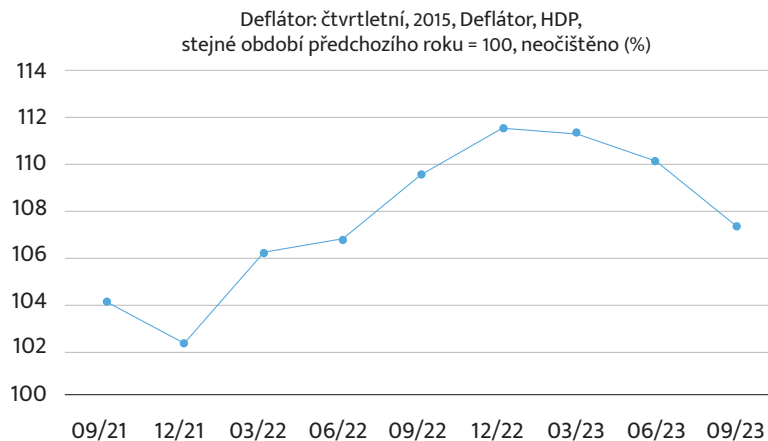


obr. č. 34

Vývoj jádrové inflace a tempa růstu spotřebitelských cen v ČR od období překročení horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle ČNB.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB, ARAD. Pozn.: 07/2021–10/2023; přerušovanou černou čarou vyznačen 2% inflační cíl ČNB; přerušovanou šedou čarou vyznačena 3% horní hranice tolerančního pásma inflačního cíle; měsíční data, stejné období předchozího roku = 100, v procentech (%), neočištěno o sezónní vlivy.

K výpočtu míry inflace můžeme použít i deflátor HDP, který ne-reflektuje pouze vývoj spotřebitelských cen, nýbrž cen všech statků, které tvoří hrubý domácí produkt dané země. Růst míry inflace během stejného období měřený touto metodikou ilustruje obrázek č. 35 na následující straně.



obr. č. 35

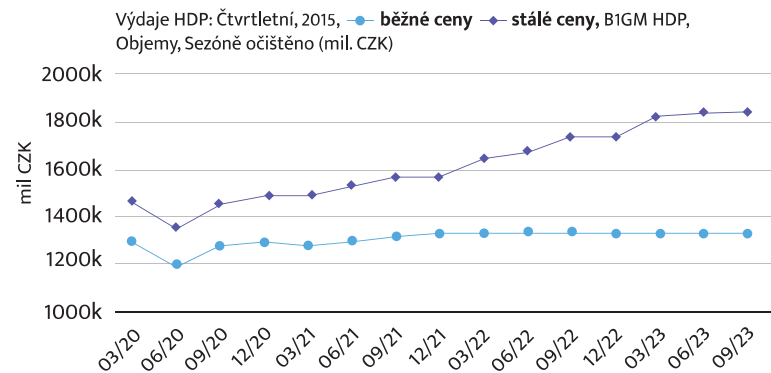
Vývoj míry inflace v ČR měřený deflátozem HDP.

Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: III.Q/2020–III.Q/2023; čtvrtletní data; metodika 2015; SOPR=100; sezónně neočištěno; meziroční index.

6.3.3 Vývoj HDP jako „lakmusový papírek“ charakteru inflace v ČR

Stejně jako to učinil například Shapiro (2022) nebo Gonçalves; Koester (2022) a plně v souladu s teoretickým modelem vyvinutým v kapitole č. 3, se můžeme pokusit rozhodnout o tom, zda byla inflace poháněna hlavně poptávkovými, nebo naopak nabídkovými faktory na základě toho, jakým směrem se ubíral vývoj reálného produktu. Pokud by rostl simultánně s mírou inflace, indikoval by přítomnost dominantně poptávkových inflačních tlaků. A na druhou stranu, kdyby se tyto proměnné vyvíjely protisměrně (tj. tempo růstu reálného HDP by klesalo, zatímco by míra inflace rostla), mohli bychom usoudit, že za mírou inflace stojí zejména nákladový šok.

Obrázek č. 36 ukazuje vývoj reálného a nominálního HDP v ČR od března roku 2020 v objemech. Z grafu je vidno, že zatímco mezi prvními dvěma čtvrtletími roku 2020 kvůli makroekonomickým do-

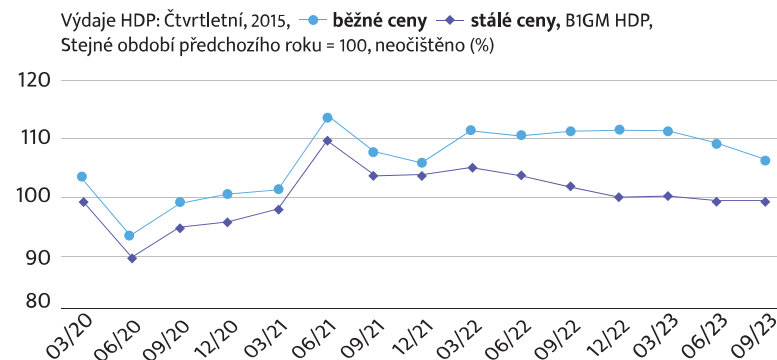


obr. č. 36

Vývoj reálného a nominálního HDP ČR.

Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: I.Q/2020–III.Q/2023; čtvrtletní data; metodika 2015; výdaje HDP; objemy; sezónně očištěno; data v mil. CZK.

padům vládních protipandemických opatření HDP v nominálním i reálném vyjádření značně klesl, v dalších kvartálech se jeho vývoj rychle obrátil. V následujících čtvrtletích dosahoval HDP v běžných cenách rekordních výšin a ve stálých cenách po velkou část období také rostl, byť patrně pozvolněji.

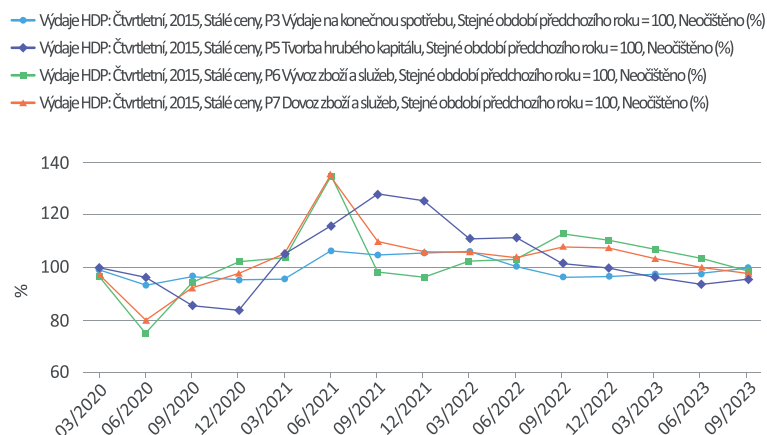


obr. č. 37

Tempo růstu reálného a nominálního HDP ČR.

Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: I.Q/2020–III.Q/2023; čtvrtletní data; metodika 2015; výdaje HDP; SOPR=100; sezónně neočištěno; meziroční index.

Obrázek č. 37 zachycuje tempo růstu HDP ve stálých a běžných cenách během téže doby. Tento graf demonstruje skutečnost, že hned po náhlém poklesu HDP při začátku pandemie covid-19 následoval mimořádně rychlý nárůst HDP,¹⁰⁰ a to jak v nominálním, tak i reálném vyjádření. Tento výrazný růst HDP (zejména pak toho ve stálých cenách) jako takový indikuje větší koncentraci poptávkových inflačních tlaků. A přestože od třetího kvartálu roku 2021 tempo růstu nominálního HDP, stejně jako HDP reálného, spíše mírně klesalo či stagnovalo, HDP v běžných i stálých cenách vykazoval nezanedbatelný růst.



obr. č. 38

Tempo růstu jednotlivých složek reálného HDP ČR.

Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: I.Q/2020–III.Q/2023; čtvrtletní data; metodika 2015; výdaje HDP; výdaje na konečnou spotřebu, tvorba hrubého kapitálu, vývoz zboží a služeb, dovoz zboží a služeb; SOPR=100; sezónně neočištěno, meziroční index.

¹⁰⁰ Například v druhém čtvrtletí roku 2021 zaznamenal HDP v běžných cenách meziroční nárůst o 13,8 %.

Obrázek č. 38 ukazuje vývoj jednotlivých složek reálného HDP, jmenovitě se jedná o i) výdaje na konečnou spotřebu, ii) tvorbu hrubého kapitálu, iii) vývoz zboží a služeb a iv) dovoz zboží a služeb. Z nejdříve postupného a později i poněkud prudkého poklesu výdajů na konečnou spotřebu v reálném vyjádření od druhého kvartálu roku 2021 by zdánlivě bylo možné vyvodit přítomnost nákladového šoku se silou převyšující poptávkové inflační tlaky. Ovšem skutečnost je opět taková, že tomuto propadu předcházela obrovská nárůst výdajů na konečnou spotřebu,¹⁰¹ tudíž se znova může jednat jen o návrat ekonomiky na potenciální produkt po předchozím neudržitelném „přehřátí“.

6.3.4 Trh práce a míra nezaměstnanosti

Jedním z nejzřetelnějších projevů přítomnosti výrazných poptávkových inflačních tlaků v ČR je bezpochyby dlouhodobě přehřátý trh práce čili velmi nízká míra nezaměstnanosti.¹⁰² Míra nezaměstnanosti pohybující se v rozmezí 2,6–4,3 %¹⁰³ nemá od počátku 21. století v ČR své obdoby. Obrázek č. 39 ukazuje vývoj míry nezaměstnanosti v ČR od ledna roku 2005 až do současnosti.

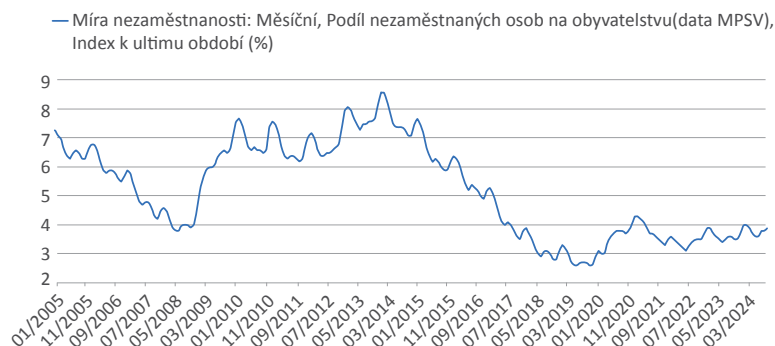
Nejenže je míra nezaměstnanosti v posledních pár letech nejnižší z pohledu dvou posledních dekad v naší zemi, ale dokonce je podíl nezaměstnaných osob na obyvatelstvu v ČR jeden z nejnižších v celé EU. K říjnu roku 2023 platí, že pouze dvě země EU mají nižší míru nezaměstnanosti než ČR (2,9 %), a sice Malta (2,5 %) a Polsko (2,8 %).¹⁰⁴

¹⁰¹ Vzpomeňme, že v druhém kvartále roku 2021 činil nárůst výdajů na konečnou spotřebu v meziročním vyjádření 6,4 %.

¹⁰² A jak píše Brůha, Šolc a Tomanová (2022; s. 30): „Trh práce hraje klíčovou roli při identifikaci poptávkových tlaků v ekonomice.“

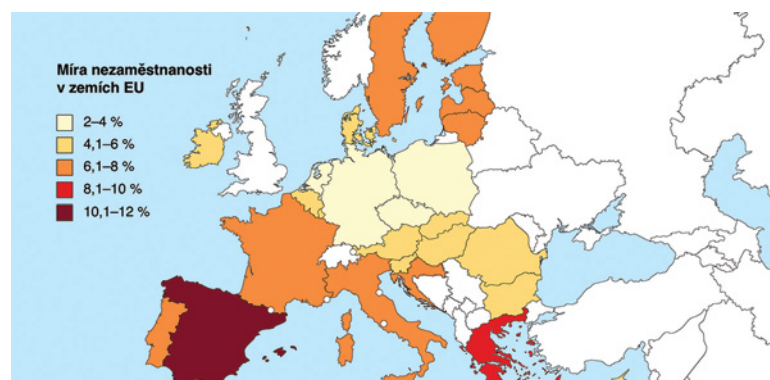
¹⁰³ Mezi těmito krajními hodnotami oscilovala míra nezaměstnanosti v ČR od října roku 2019 až do listopadu roku 2023 (tj. doby psaní této části práce).

¹⁰⁴ Jedná se o data Eurostatu.



obr. č. 39

Míra nezaměstnanosti v ČR od roku 1998. Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: 01/2005–11/2023; měsíční data; podíl nezaměstnaných osob na obyvatelstvu; vyjádřeno v procentech (%).



obr. č. 40

Kartogram měr nezaměstnanosti v zemích EU k říjnu roku 2023.

Zdroj: Vlastní zpracování podle Eurostatu;¹⁰⁵ využito stránky mapchart.net.¹⁰⁶

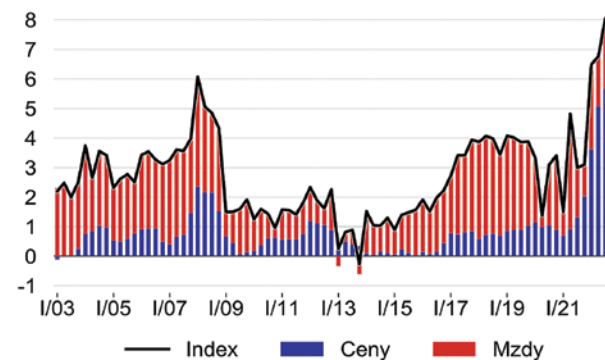
Pozn.: míra nezaměstnanosti vyjádřena v procentech (%).

¹⁰⁵ Eurostat ve svém dokumentu neuváděl říjnovou míru nezaměstnanosti Řecka. V mapě jsem proto vycházel z dat *Trading Economics*, dostupných na internetové adrese:

<https://tradingeconomics.com/greece/unemployment-rate>, kde byla uvedena hodnota 9,6 %.

¹⁰⁶ Internetová adresa: <https://www.mapchart.net/europe.html>.

Nízká míra nezaměstnanosti je kriticky důležitým inflačním tlakem proto, že staví zaměstnance do pozice výhodné pro ně, z níž mohou usilovat o vysoký růst svých mezd a jejich zaměstnavatelům v zásadě nezbývá nic jiného než jejich požadavkům vyhovět, nechťejí-li riskovat to, že jejich pracovníci okamžitě přejdou do jiných zaměstnání, kde je po nich kvůli nízkému počtu volné pracovní síly na tuzemském trhu práce taktéž značná poptávka a kde mohou být zaměstnání při vyšších mzdách (Drábek, 2023). Jedná se jinými slovy o problém mzdového vyjednávání, jenž může vyústit až ve mzdově-cenovou spirálu – proces neustálého zvyšování cen vedoucího k růstu nominálních mezd podporujícího další cenový růst. S rostoucími cenami statků totiž mohou zaměstnanci se zaměstnavateli vyjednávat větší nárůst jejich nominálních mezd, který by jim alespoň co nejméně snížil reálnou hodnotu jejich příjmů, a jelikož je po pracovnících taková poptávka, často dojde k vzájemné domluvě o značném zvýšení jejich nominálních mezd, jež působí silně proinflačně. Dle výpočtu ČNB (Franta; Vlček, 2023) dosahoval index mzdově-inflační spirály v roce 2023 historicky nejvyšší úroveň.



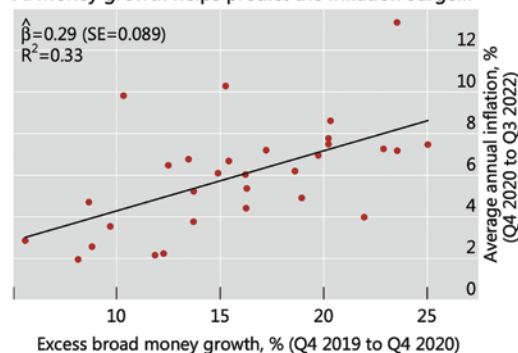
obr. č. 41

Index mzdově-inflační spirály. Zdroj: ČNB (Franta; Vlček, 2023). Pozn.: index v procentech (%); příspěvky v procentních bodech.

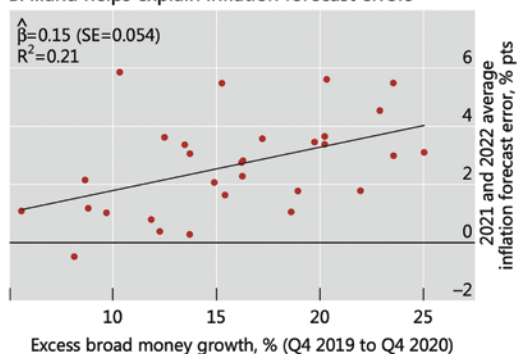
6.3.5 Vývoj peněžní zásoby

V kapitole č. 4.3.2 jsme si ukázali, že ačkoli je pro praktické účely měnové politiky velmi obtížné vliv peněžní zásoby na vývoj cenové hladiny jakkoli přesně kvantifikovat, rozhodně z toho nelze vyvodit, že je tato veličina pro zkoumání příčin zvýšené míry inflace irelevantní. V této kapitole se proto zabýváme vztahem mezi vývojem peněžní zásoby a růstem míry inflace v ČR a ve světě během poslední inflační periody.

A. Money growth helps predict the inflation surge...



B. ...and helps explain inflation forecast errors²



obr. č. 42
Vztah mezi růstem peněžní zásoby a mírou inflace po pandemii viru covidu-19 na vzorku 30 zemí a korelace mezi excesivním růstem peněžní zásoby a chybami v inflačních prognózách světových centrálních bank.

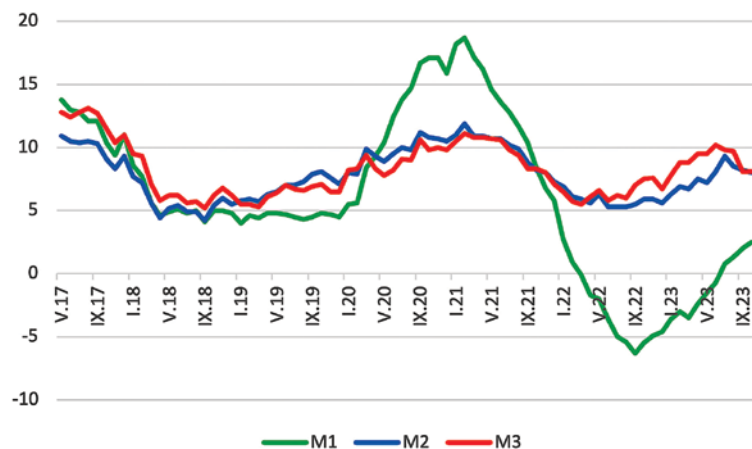
Zdroj: BIS (Borio; Hofmann; Zakrajšek, 2023).

Ve studii BIS (Borio; Hofmann; Zakrajšek, 2023; s. 4) je psáno následující: „Skutečně existují důkazy, že růst peněz a inflace jsou v poslední době úzce propojeny. [...] napříč zeměmi existuje statisticky a ekonomicky významná kladná korelace mezi excesivním růstem peněžní zásoby v roce 2020 a průměrnou inflací v letech 2021 a 2022.“ Isabel Schnabel (2023; s. 1) obdobně poznamenává: „Během dvou a půl roku po vypuknutí pandemie vzrostl součet oběživa a jednodenních bankovních vkladů v eurozóně, označovaný jako M1, o více než 30 %. Ve stejném období se inflace zrychlila z 1,2 % na 9,1 %. V říjnu 2022 dosáhla nejvyšší hodnoty 10,6 %.“ Obrázek č. 42 nejen potvrzuje závěr, že se růst peněžní zásoby a míra inflace v posledních letech nacházely v těsném vzájemném sepětí, ale rovněž demonstruje skutečnost, že značně nepřesné prognózy míry inflace ze strany centrálních bank lze vysvětlit právě excesivním růstem peněžní zásoby.

Ačkoli guvernér České národní banky Aleš Michl ve svých projevech¹⁰⁷ opakovaně vyjadřoval přesvědčení, že ke zkrocení inflace je nezbytné nejprve stlačit růst množství peněz v oběhu na nižší hodnoty, a přestože od srpnového zasedání bankovní rady ČNB v roce 2022 neustále prohlašuje, že se úrokové sazby nacházejí na takové úrovni, při níž „brzdí růst bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, brzdí tedy růst množství peněz v ekonomice“ (ČNB, 2022b), vývoj peněžních agregátů v ČR (myšleno M2 a M3, a to zejména v roce 2023) tuto tezi příliš nepodporuje.

Jak dokládá obrázek č. 43, peněžní agregát M1 rostl od začátku roku 2020 velmi rychlým tempem. V únoru roku 2021 činila roční míra růstu agregátu M1 až 18,7 %. Následující strmý pokles M1 lze vysvětlit

¹⁰⁷ Viz například Michl (2023).



obr. č. 43

Tempo růstu peněžních agregátů M1, M2 a M3.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB, ARAD. Pozn.: 05/2017–09/2023; měsíční data; roční míry růstu; vyjádřeno v procentech (%).

tím, že lidé pod pohnutkou vyšších úrokových sazeb na termínovaných vkladech obchodních bank převedli své prostředky z běžných účtů právě na úročené spořicí účty.

Během let 2020 a 2021 se nepohyboval nad hranicí 10% tempa ročního růstu pouze úzký agregát M1, nýbrž také širší agregáty M2 a M3. Aleš Michl píše, že nadměrný růst peněžní zásoby v ČR byl důvodem toho, proč jsme měli nejvyšší jádrovou inflaci v EU. Jeho následující tvrzení o tom, že přílišný nárůst objemu peněz v ekonomice byl způsoben zvýšením likvidity v českém bankovním sektoru umožňujícím „hladké profinancování deficitů veřejných financí za covidu

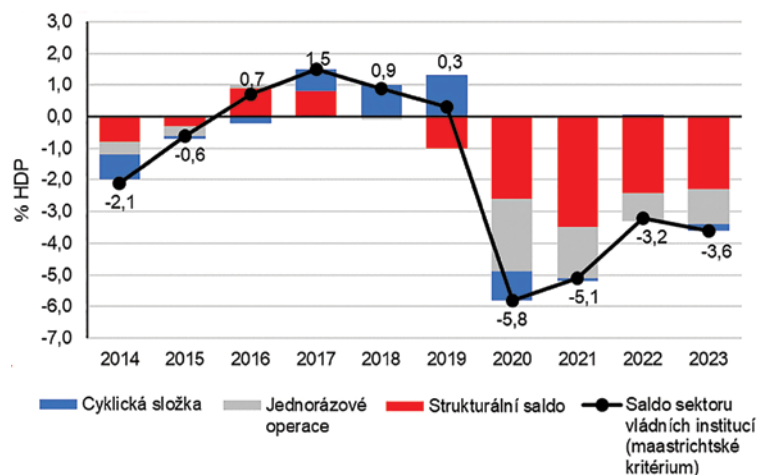
a po něm“ (Michl, 2023; s. 4)¹⁰⁸ v důsledku kurzového závazku, jenž je v jeho projevu otevřeně kritizován jako měnověpolitická chyba, je však nutné zamítnout. Zaprvé proto, že strukturální přebytek likvidity v českém bankovním sektoru existoval již před zavedením tohoto nekonvenčního opatření, které jej však pochopitelně ještě znásobilo. Zadruhé, a to je podstatnější důvod, je třeba konstatovat, že stát je pro banky dlužník jako každý jiný a stejně jako u ostatních u něj při rozhodování o poskytnutí úvěru poměřují rizika s potenciálními výnosy. Na konečné rozhodnutí, zda nakoupit vládní dluhopisy (tj. jestli poskytnout tomuto specifickému ekonomickému subjektu úvěr, či nikoli) a v jakém objemu tak učinit, má výše likvidity, pokud vůbec nějaký, pouze mizivý vliv. Vládní dluhopisy a instrumenty ČNB mají totiž nulovou váhu v rizikově-vážených aktivech, protože je zde faktor kapitálové přiměřenosti irelevantní (Drábek, 2023).

6.3.6 Fiskální teorie cenové hladiny a její implikace pro nynější inflační epizodu

Jeden z nejvýznamnějších inflačních tlaků poslední inflační epizody má svůj původ v bezprecedentně uvolněné fiskální politice vlády. Od roku 2020 můžeme pozorovat dramatické zhoršení stavu strukturálního salda sektoru vládních institucí. Jak uvádí Národní rozpočtová rada (Musil; Bárta, 2023), ačkoli si pandemické období vyžádalo řadu jednorázových výdajů a přechodných opatření, došlo také ke vzniku strukturální nerovnováhy ve veřejných financích. Na straně příjmů vlády přispělo k této nerovnováze snížení daně z příjmů fyzických osob (DPFO) prostřednictvím zrušení tzv. superhrubé mzdy a zrušení daně z nabytí nemovitosti. První zmíněné opatření způsobilo výpadek příjmů sektoru vládních institucí ve výši téměř

¹⁰⁸ Stejnou argumentaci lze spatřit také u Mandel (2022).

100 mld. Kč. Na straně výdajů prohloubilo strukturální deficit státního rozpočtu zvyšování platů v regionálním školství nebo již dřívější valorizace dávek důchodového pojištění nad rámec valorizací zákonných či zavedení tzv. výchovného. V roce 2020 činil strukturální deficit (tj. ten nezávisející na fázi hospodářského cyklu) 2,6 % HDP, roku 2021 čítal 3,5 % HDP, v roce 2022 byl 2,4 % HDP a na rok 2023 jej NRR odhaduje na 2,3 % HDP. Vývoj salda sektoru vládních institucí a jeho strukturální i cyklické složky zachycuje obrázek č. 44.



obr. č. 44

Saldo sektoru vládních institucí dle strukturální a cyklické složky.

Zdroj: NRR (Musil; Bárta, 2023). Pozn.: 2014–2023; vyjádřeno v procentech (%) HDP.

Jeden z teoretických přístupů k inflaci představuje tzv. fiskální teorie cenové hladiny (FTPL). Její nejznámější představitel John Cochrane (2022; s. 126) tento přístup definuje následovně: „Fiskální teorie říká, že inflace se přizpůsobuje tak, aby se reálná hodnota vládního dluhu rovnala současné hodnotě primárních přebytků.“ Je proto možné zkonstruovat následující rovnici, kde B odpovídá nominální

tržní hodnotě krátkodobých a dlouhodobých vládních dluhopisů; P je cenová hladina; r je reálná úroková míra; výrazy T a G představují reálné vládní daně a primární reálné vládní výdaje vlády (Barro; Bianchi, 2023)¹⁰⁹:

$$\frac{B_t}{P_t} = T_t - G_t + \frac{(T_{t+1} - G_{t+1})}{1 + r} + \frac{(T_{t+2} - G_{t+2})}{(1 + r)^2} + \dots$$

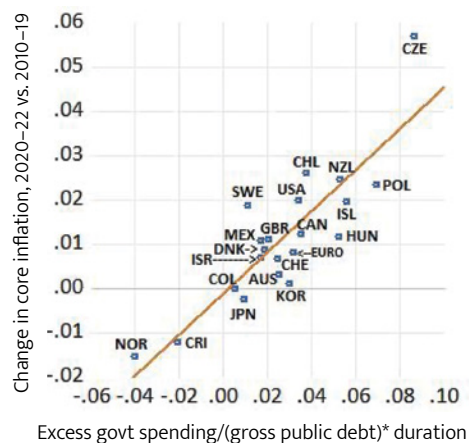
Cochrane (2022) tvrdí, že logika za FTPL je stejná jako základní způsob, jakým uvažujeme o cenách akcií a dluhopisů – stejně jako se ceny akcií a dluhopisů mění tak, aby se jejich hodnota rovnala očekávané diskontované současné hodnotě budoucích toků příjmů, míra inflace se přizpůsobuje tomu, aby se reálná hodnota vládního dluhu rovnala současné hodnotě jejich primárních přebytků.

Jak Cochrane (2022) dodává, fiskální teorie cenové hladiny nutně nepředpokládá těsný vztah mezi současným dluhem či schodkem státního rozpočtu a aktuální mírou inflace; FTPL předpovídá vzrůst míry inflace pouze tehdy, když vládní dluh přesahuje výši, při níž se lidé domnívají, že by byl stát schopen svůj dluh splatit. Ačkoli je dle něj pro míru inflace důležitá jak fiskální, tak monetární politika, podotýká, že centrální banka nedokáže zabránit tomu, aby šoky v současné hodnotě vládních přebytků determinovaly neočekávanou míru inflace a znehodnocovaly vládní dluh tak, aby odpovídal nižší současné hodnotě přebytků.

Barro a Bianchi (2023) píší, že ačkoli FTPL nebyla až doposud brána příliš vážně hlavním proudem makroekonomie, v současné době existuje širší přístup k myšlence, že přinejmenším za mimořádných

¹⁰⁹ Cochrane (2022) ve svém článku použil rovnici, kde B odpovídá nominálnímu vládnímu dluhu; P značí cenovou hladinu; Λ představuje určitý stochastický diskontní faktor; a s je reálný přebytek primárního vládního sektoru.

okolností (jednou z nich přitom nesporně byla pandemie covid-19) může být fiskální expanze klíčovou hnací silou inflace a že fiskální teorie cenové hladiny nám poskytuje ucelený rámec pro pochopení těchto efektů. V reakci na pandemii viru SARS-CoV-2 došlo v mnoha zemích k výraznému zvýšení deficitně financovaných vládních výdajů. Dle FTPL by v rozsahu, v jakém se očekává, že tato fiskální opatření nebudou později vynahrazena odpovídajícím zvýšením daní či snížením vládních výdajů, mělo dojít k nárůstu míry inflace. Autoři (Barro; Bianchi, 2023) dokládají, že na vzorku 21 ekonomik (tj. 20 zemí mimo eurozónu a jedné „země“ zastupující 17 jednotlivých zemí eurozóny) celková i jádrová míra inflace v letech 2020 až 2022 reagovaly na bezprecedentně vysoké vládní výdaje pozitivně.¹¹⁰ Korelaci mezi těmito dvěma veličinami v letech 2020–2022 ilustruje obrázek č. 45.



obr. č. 45

**Vztah mezi jádrovou
mírou inflace
a excesivními vládními
výdaji napříč zeměmi
OECD.**

Zdroj: Barro; Bianchi (2023).

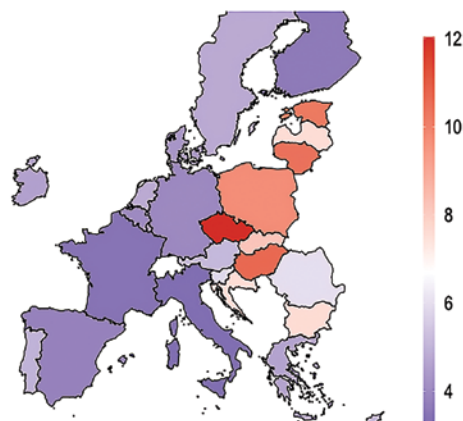
Pozn.: Eurozóna je zde
brána jako jeden celek.

¹¹⁰ Bylo by však správné dodat, že příčinou výskytu této korelace je spíše měnová akomodace vládních výdajů – tedy skutečnost, že centrální banky nezvyšovaly po fiskální expanzi své úrokové sazby dostatečně.

Ačkoli je tedy nesporné, že expanzivní fiskální politika značnou měrou přispěla k vysoké míře inflace v posledních letech, jedná se o poptávkový inflační tlak, jež centrální banka dokáže pomocí svých konvenčních nástrojů měnové politiky tlumit. I když z úst představitelů ČNB opakovaně zaznívala teze, že nejdůležitější podmínkou dlouhodobé cenové stability je zodpovědná fiskální politika, právě k účelu péče o cenovou stabilitu je zřízena nezávislá instituce centrální banky. Ani vláda jako celek, ani jednotlivá její ministerstva tu nejsou primárně od toho, aby zajišťovaly cenovou stabilitu; dosahování tohoto cíle je však ústředním posláním centrální banky, která by neměla svádět vinu za cenovou nestabilitu na vládu, neboť je to právě ona, jež je za takový stav *de iure* plně odpovědná.

3.6.7 Porovnání a vysvětlení rozdílů v mírách inflace v ČR a jiných zemích

Ačkoli byla v letech 2021, 2022 a částečně i v roce 2023 míra inflace nevidaně vysoká (nejen) napříč všemi zeměmi EU, mezi jejími jednotlivými státy bylo možné pozorovat značné rozdíly, a to i v jádrových složkách spotřebního koše. Zatímco v červnu roku 2022 ČR a dalších 14 zemí EU vykázaly dvojčíferné hodnoty míry inflace (v Estonsku a Litvě tyto čítaly dokonce více než 20 %), na Maltě či ve Francii míra inflace zdaleka nepokořila hranici 7 % a ve Švýcarsku nečinila míra inflace dokonce ani 4 % (Kábrt *et al.*, 2022). Tomáš Adam a Jiří Schwarz (2023; s. 1) píší: „Při pohledu na jádrovou inflaci vidíme mezi zeměmi dělící linii přibližně v místech, kudy před více než třiceti lety vedla železná opona.“ Průměrnou jádrovou mírou inflace (měřenou indexem HICP očištěným o vlivy změn cen energií, potravin, alkoholu a tabáku) v zemích EU zachycuje obrázek č. 46 na následující straně.



obr. č. 46
**Kartogram průměrných
 jádrových měr inflace
 v jednotlivých zemích EU
 v roce 2022.**
 Zdroj: ČNB (Adam; Schwarz,
 2023). Pozn.: HICP index
 bez cen energií, potravin
 a tabáku; vyjádřeno
 v procentech (%).

Prostým, nikoli však dostačujícím, vysvětlením rozdílů v mírách inflace napříč evropskými zeměmi je fakt, že jednotlivé, jiným tempem se zdražující, spotřebitelské statky mají v daných státech různou váhu ve spotřebním koši. Jako příklad lze uvést energie, které v Lotyšsku představují 16 % celkových výdajů domácností, zatímco ve Švýcarsku pouhých 5 %, a potraviny, na které průměrná švýcarská domácnost vynaloží 16 % svých celkových výdajů, kdežto ta lotyšská 34 %. Je evidentní, že větší váha rychle se zdražujících položek ve spotřebním koši zvyšuje celkovou míru inflace v dané zemi relativně více než v těch zemích, kde mají tyto statky váhu menší (Kábrt, *et al.*, 2022).

V říjnu roku 2022, kdy míra inflace v eurozóně měřená HICP při své kulminaci dosáhla průměrné hodnoty 10,6 %, lze shledat propastné rozdíly mezi hodnotami měr inflace v jejích jednotlivých zemích. Zatímco ve Francii byla v tomto měsíci Eurostatem naměřena míra inflace na 7,1 %, v Estonsku činila v tomtéž období 22,5 % a ve Švýcarsku, které však není členem eurozóny ani EU, byla míra inflace pouze 2,9 %. V ČR činila v říjnu roku 2022 míra inflace 15,5 %, což je o 4,9 p. b. více, než jaký je průměr eurozóny.

Země	Míra inflace	Inflační diferenciál vůči průměrné inflaci v eurozóně
Belgie	13,1 %	+2,5 p. b.
Česká republika	15,5 %	+4,9 p. b.
Estonsko	22,5 %	+11,9 p. b.
Finsko	8,4 %	−2,2 p. b.
Francie	7,1 %	−3,5 p. b.
Irsko	9,4 %	−1,2 p. b.
Itálie	12,6 %	+2,0 p. b.
Kypr	8,6 %	−2,0 p. b.
Litva	22,1 %	+11,5 p. b.
Lotyšsko	21,7 %	+11,1 p. b.
Lucembursko	8,8 %	−1,8 p. b.
Malta	7,4 %	−3,2 p. b.
Německo	11,6 %	+1,0 p. b.
Nizozemsko	16,8 %	+6,2 p. b.
Portugalsko	10,6 %	0,0 p. b.
Rakousko	11,5 %	+0,9 p. b.
Řecko	9,5 %	−1,1 p. b.
Slovensko	14,5 %	+3,9 p. b.
Slovinsko	10,3 %	−0,3 p. b.
Španělsko	7,3 %	−3,3 p. b.
Švýcarsko	2,9 %	−7,7 p. b.
Průměrná míra inflace v zemích eurozóny	10,6 %	/
Průměrná míra inflace v zemích EU	11,5 %	+0,9 p. b.

tab. č. 5
Míra inflace v eurozóně, ČR a Švýcarsku v říjnu roku 2022 a rozdíl mezi mírami inflace v jednotlivých zemích vůči průměru eurozóny.

Zdroj: Vlastní zpracování podle Eurostatu. Pozn.: Míra inflace měřená HICP; vyjádřeno v procentech (%) a procentních bodech (p. b.); seřazeno abecedně.

Z tabulky č. 5 lze vyčíst, že mezi jednotlivými zeměmi eurozóny existují markantní rozdíly, co se míry inflace týče. Jak píše Vladimír Tomšík (2011; s. 34), ačkoli jsou dlouhodobé rozdíly v mírách inflace zemí eurozóny pozoruhodné *per se*, důležitější jsou jejich dopady na ekonomiku způsobené odlišnými reálnými úrokovými sazbami. Nehledě na to, zda vycházíme z *ex post*, nebo *ex ante* pojetí reálné úrokové míry, její hodnota se systematicky liší napříč jednotlivými zeměmi měnové unie. Jsou to však právě nominální úrokové sazby, jejichž prostřednictvím se centrální banky snaží ovlivňovat reálnou úrokovou míru v dané ekonomice, a tím i samotnou míru inflace.

Pro Evropskou centrální banku (ECB) tudíž musí být mimořádné náročné pomoci jediné úrokové sazby stanovovat měnové podmínky pro několik heterogenních zemí tak, aby dosahovala cenové stability v každé z nich.¹¹¹ Pro kteroukoli z jejích zemí by byla optimální nominální úroková sazba stanovená centrální bankou odlišná, tudíž jednotná úroková sazba prakticky vzato zcela nevyhovuje ani jedné z těchto zemí. Každé jedné zemi by Taylorovo pravidlo či sofistikovanější měnověpolitická pravidla indikovala na základě parametrů dané ekonomiky (např. *output gap* či *inflation gap*) potřebu nastavení krátkodobé úrokové sazby na jiné úrovni.

Zatímco se v časech cenové stability nejedná o rozdíly příliš zásadní, v prostředí vysoké míry inflace vyvstává otázka, zda je jednotná měnová politika schopna zajistit návrat k cenové stabilitě ve všech zemích, kde je jejím posláním tak činit, v dostatečně krátkém horizontu. Ačkoli se v posledních letech v odborné i veřejné diskusi hojně objevovaly argumenty poukazující na to, že kdyby ČR byla součástí eurozóny, byla by tu i o poznání nižší míra inflace, je přinejmenším sporné, zda

jsou tyto hlasy založeny na pravdivém základě. Lze totiž poukázat na samotný fakt, že ne ve všech zemích eurozóny byla míra inflace po dobu této inflační periody nižší než v ČR. Například Pobaltské země měly po mnoho měsíců míru inflace vyšší než Česká republika – a jsou to právě ony, které se v době před covidem nacházely v podobné makroekonomické situaci jako ČR, jde-li o trh práce, spotřebitelskou poptávku, sentiment nebo nemovitostní trh (Kábrt *et al.*, 2022).

Situaci, kdy ČR v posledních letech vícekrát vykazala nejvyšší jádrovou i mediánovou míru inflace v EU, lze připsat především poptávkovým tlakům jako například nejnižší míře nezaměstnanosti či bezprecedentně hlubokým deficitům salda státního rozpočtu. Jedná se o faktory, na něž by přijetí eura v dřívější době nemělo pozitivní vliv, neboť jsou pro tuzemskou ekonomiku strukturální. Vzhledem k tomu, že ČNB začala svůj cyklus zvyšování 2T repo sazby již na svém měnověpolitickém zasedání v červnu roku 2021 a ECB zvýšila svoji klíčovou úrokovou sazbu z nulové úrovně až v červenci roku 2022, by v ČR byla za účasti v eurozóně míra inflace *ceteris paribus* vyšší, jelikož by měnové podmínky byly po výrazně delší dobu příliš uvolněné a současně by již ČNB postrádala schopnost ovlivňovat tuzemskou míru inflace svými devizovými intervencemi za účelem posílení české koruny, neboť by již nadále nebyla naší měnovou autoritou. Vladimír Tomšík (2011; s. 13) proto uzavírá slovy: „Ekonomická nesourodost zemí eurozóny je příčinou toho, že členství v této měnové unii přináší nezpochybnitelné ekonomické náklady.“

3.6.8 Byla měnová politika ČNB dostatečně přísná?

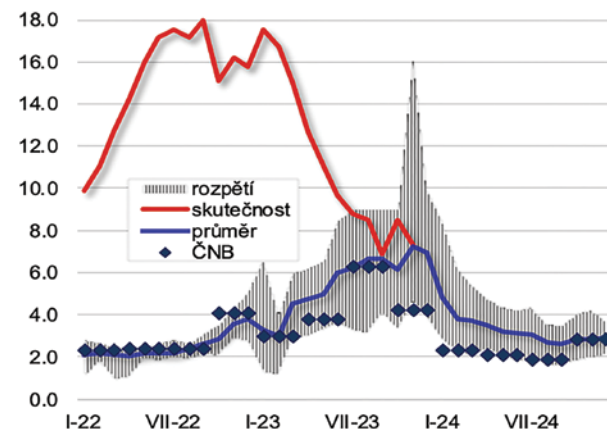
Pro posouzení adekvátnosti měnověpolitických kroků ČNB v posledních letech je třeba brát ohled na situaci, v níž se tou dobou nacházela. Prostředí mimořádné nejistoty spojené s pandemií covid-19 mělo za následek, že se i měnová autorita (tj. instituce, jejíž odhady budoucího vývoje makroekonomických veličin zpravidla bývají

¹¹¹ Doplníme, že cílem ECB je však cenová stabilita v eurozóně jako pomyslném celku, a nikoli v každé zemi zvlášť.

přinejmenším jedněmi z nejpresnějších) ve svých makroekonomických prognózách často dopouštěla velmi nepřesných predikcí. Kupříkladu ve své *Zprávě o inflaci* z třetího čtvrtletí roku 2020 prognostický aparát ČNB predikoval, že celková míra inflace za rok 2022 bude činit 2,2 %. Přesně o rok později (tj. ve své *Zprávě o měnové politice* z léta roku 2021) byl v prognóze ČNB navýšen odhad na 2,8 %. A dle letní prognózy ČNB z roku 2022 měla celková míra inflace v tomto roce čítat 16,5 %. Skutečná *ex post* hodnota míry inflace přitom byla 15,1 %. Predikce celkové míry inflace v letech 2021, 2022 a 2023 v jednotlivých Zprávách o inflaci (ZoI) či Zprávách o měnové politice (ZoMP) ČNB a její později naměřené hodnoty ukazuje tabulka č. 6.

ZoI/ZoMP ČNB	2021	2022	2023
I.Q/2020	2,2 % (–1,6 p. b.)	–	–
II.Q/2020	2,1 % (–1,7 p. b.)	–	–
III.Q/2020	2,4 % (–1,4 p. b.)	2,2 % (–12,9 p. b.)	–
IV.Q/2020	2,3 % (–1,5 p. b.)	2,0 % (–13,1 p. b.)	–
I.Q/2021	2,0 % (–1,8 p. b.)	2,2 % (–12,9 p. b.)	–
II.Q/2021	2,7 % (–1,1 p. b.)	2,4 % (–12,7 p. b.)	–
III.Q/2021	3,0 % (–0,8 p. b.)	2,8 % (–12,3 p. b.)	2,1 % (–8,6 p. b.)
IV.Q/2021	3,7 % (–0,1 p. b.)	5,6 % (–9,5 p. b.)	2,1 % (–8,6 p. b.)
I.Q/2022	–	8,5 % (–6,6 p. b.)	2,3 % (–8,4 p. b.)
II.Q/2022	–	13,1 % (–2,0 p. b.)	4,1 % (–6,6 p. b.)
III.Q/2022	–	16,5 % (+1,4 p. b.)	9,5 % (–1,2 p. b.)
IV.Q/2022	–	15,8 % (+0,7 p. b.)	9,1 % (–1,6 p. b.)
I.Q/2023	–	–	10,8 % (+0,1 p. b.)
II.Q/2023	–	–	11,2 % (+0,5 p. b.)
III.Q/2023	–	–	11,0 % (+0,3 p. b.)
IV.Q/2023	–	–	10,8 % (+0,1 p. b.)
Skutečnost	3,8 %	15,1 %	10,7 %

Průměr i rozpětí Českou národní bankou a analytiky finančního trhu prognózovaných hodnot míry inflace a jejich srovnání se skutečností přináší obrázek č. 47



obr. č. 47

Index spotřebitelských cen za jeden rok – průměr a rozpětí prognóz. Zdroj: ČNB (2023).

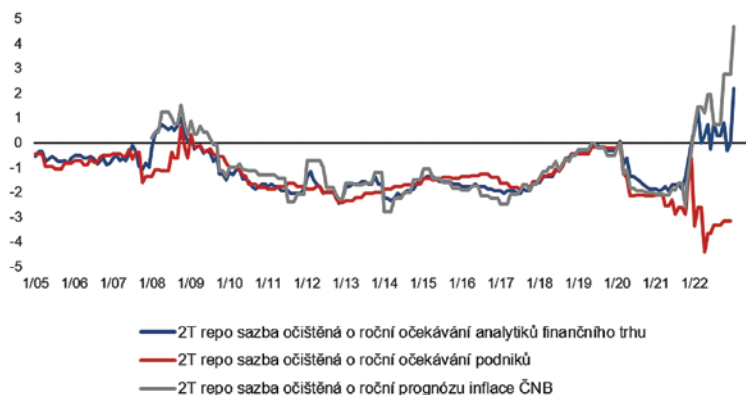
Pro vyhodnocení míry restrikce, či naopak expanze, kterou ČNB nastavením svých měnověpolitických nástrojů působila na ekonomiku, je třeba znát hodnotu reálné úrokové míry. V kapitole č. 5.4 bylo konstatováno, že dle Taylorova principu musí centrální banka pro dosažení restriktivní monetární politiky zvýšit svoji nominální úrokovou sazbu více, než jakým tempem rostla cenová hladina, aby došlo k růstu reálné

<< tab. č. 6

Prognózovaná míra inflace ČNB v ZoI a ZoMP versus její skutečné hodnoty v letech 2021, 2022 a 2023 a rozdíly mezi nimi.

Zdroj: Vlastní zpracování dle ČNB. Pozn.: data pocházejí ze Zpráv o inflaci (ZoI) a Zpráv o měnové politice (ZoMP) kvartálně zveřejňovaných ČNB (I.Q/2020–IV.Q/2023); odchylky prognóz míry inflace od jejich skutečných, *ex post*, hodnot jsou uvedeny v procentních bodech (p. b.) – záporné hodnoty značí nižší odhad oproti skutečnosti, kdežto kladné vyšší.

úrokové míry. Zároveň však bylo řečeno, že pro zjištění výše reálné úrokové míry je správnější od krátkodobé úrokové sazby centrální banky odečíst nikoli již neovlivnitelnou (tj. aktuálně naměřenou) míru inflace, nýbrž tu na horizontu měnové politiky očekávanou.¹¹² Jan Frait a Jakub Matějů (2023a), vycházejíce z této metodiky, ukazují, že reálná úroková míra v ČR vypočtena jako rozdíl mezi 2T repo sazbou a roční prognózou míry inflace nebo inflačními očekáváním analytiků finančního trhu na horizontu jednoho roku nebyla v posledních letech nezvykle nízká, nýbrž naopak velmi vysoká. Titíž autoři (Frait; Matějů, 2023a) rovněž demonstrují fakt, že v mezinárodním kontextu byly v ČR reálné úrokové sazby (vypočteny jako rozdíl mezi základní měnověpolitickou sazbou v příslušných zemích a OECD prognózovanou meziroční mírou inflace pro danou zemi pro začátek roku 2024) jedny z nejvyšších.



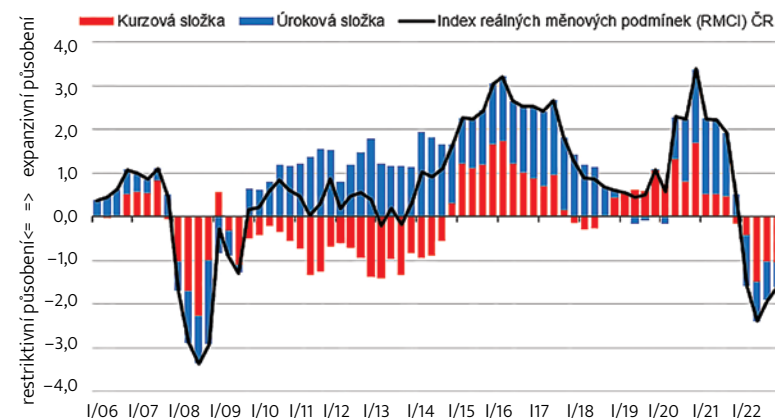
obr. č. 48

Ex ante reálné měnověpolitické úrokové sazby. Zdroj: ČNB (Frait; Matějů, 2023a).

Pozn.: od 2T repo sazby je odečtena míra inflace očekávána v následujících 12 měsících.

¹¹² K problematice inflačních očekávání viz kapitolu č. 6.4.2.

Je nutné zmínit, že výpočty *ex ante* reálné úrokové míry se významně liší podle toho, která inflační očekávání do nich zahrneme. Jak vyplývá z obrázku č. 48, jestliže bychom vzali v potaz roční inflační očekávání analytiků finančního trhu či roční prognózu míry inflace ČNB, vyšla by nám kladná hodnota *ex ante* reálné úrokové míry, kdežto při výpočtu s ročními inflačními očekáváním podnikových manažerů by výsledek vyšel ve značně záporných hodnotách. Měnové podmínky dané země (přínejmenším jedná-li se o malou otevřenou ekonomiku) však nesestávají pouze z výše reálné úrokové míry, nýbrž také z vlivu měnového kurzu. Souhrnné působení úrokové a kurzové složky měnových podmínek zachycuje tzv. index reálných měnových podmínek (RMCI). Právě ten je, zdá se, nejpřesnějším ukazatelem toho, nakolik působí nastavení měnových podmínek expanzivně, či restriktivně.



obr. č. 49

Index reálných měnových podmínek ČR a jeho úroková a kurzová složka.

Zdroj: ČNB (Frait; Matějů, 2023b). Pozn.: úroková složka představuje rozdíl mezi sazbou 3M PRIBOR a inflačními očekáváním analytiků finančního trhu na horizontu jednoho roku, kurzová složka je vyjádřena jako odchylka reálného efektivního kurzu od průměru rovnovážných odhadů BEER a FEER; kladné hodnoty značí expanzivní působení dané složky měnových podmínek, zatímco záporné restriktivní.

RMCI v ČR k březnu roku 2023 ukazuje obrázek č. 49. Měnová politika dle tohoto indexu působí od začátku roku 2022 značně restriktivně, když index reálných měnových podmínek dosahuje zřetelně záporných hodnot. Není bez zajímavosti, že zatímco v ČR vykazoval v roce 2023 RMCI záporné hodnoty, v eurozóně zůstávaly podle srovnatelného indikátoru Evropské komise měnové podmínky nadále uvolněné (Frait; Matějů, 2023b).

Měnová politika je z principu vpředhledící a současné nastavení měnových podmínek ovlivňuje míru inflace až se značným zpožděním.¹¹³ Ačkoli jsme tedy výše ukázali, že měnové podmínky v ČR byly od počátku roku 2022 patrně restriktivní, pro zpětné zhodnocení měnověpolitických kroků klíčová otázka, zda byla monetární politika ČNB i v předchozích letech dostatečně restriktivní, zůstala nezodpovězena. Z grafu č. 48 by se dalo usoudit, že *ex ante* reálná úroková míra byla mezi lety 2020 a 2022 poměrně nízká. Obrázek č. 49 obdobně dokládá, že index reálných měnových podmínek v těchto letech dosahoval vysoce kladných hodnot. Z toho by se dalo usoudit, že nastavení měnověpolitických nástrojů o 12–18 měsíců dříve nepůsobilo na tuzemskou ekonomiku dostatečně restriktivně.

Od zasedání bankovní rady ČNB v prosinci roku 2018 až do měnověpolitického jednání z března roku 2019 (včetně) hlasovali dva členové bankovní rady na všech třech těchto zasedáních pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p. b., zatímco početně větší část bankovní rady zvedla ruku pro ponechání 2T repo sazby na úrovni 1,75 %. Zpětně se ukazuje, že by tehdy zvýšení úrokových sazeb o 25 bazických bodů bylo smysluplnějším krokem,¹¹⁴ neboť již v té době existovaly v tuzemské

ekonomice významné pro-inflační tlaky, které později vyústily ve dvojciferné hodnoty míry inflace.

6.4 Paralely s velkou inflací v 70. letech

V kapitole č. 4.1 jsme se poměrně rozsáhle zabývali tzv. velkou inflací v 70. letech minulého století. Tato kapitola byla natolik obšírná výhradně z toho důvodu, abychom poznatky z této historické lekce mohli využítovat při srovnání s nynější situací. A to si vyžadovalo podrobnější popis příčin a následků této inflační epizody, neboť – jak píše F. A. Hayek (1999b) – abychom se z historie kdy mohli poučit, musí být splněna podmínka, že fakta, z nichž vyvozujeme své závěry, jsou pravdivá.¹¹⁵

6.4.1 Úloha historie v ekonomii

Joseph Alois Schumpeter (1954; s. 10–11) kdysi poznamenal: „Nikdo nemůže doufat, že pochopí význam jakýchkoli ekonomických jevů kterékoli doby, včetně té dnešní, nemá-li dostatečný přehled o historických faktech a přiměřené množství historického vhledu nebo toho, co lze nazvat historickou zkušeností.“ Dle Schumpetera je právě historie naprosto zásadní pro pochopení jakýchkoli ekonomických záležitostí, a dokonce tvrdí, že se jedná o jednu z nejvýznamnějších metod ekonomické analýzy.¹¹⁶ Karl Popper (2008; s. 73) podotýká: „Pokroku dosáhne tehdy a jen tehdy, jsme-li připraveni se poučit ze svých chyb a uvědomit si své omyly namísto toho, abychom na nich dogmaticky trvali.“

Je však důležité si rovněž uvědomit to, na co narážel Hayek (1990; s. 19), když napsal: „Události, které probíhají v přítomnosti, se liší od

¹¹⁵ Srov. s Hazlitt (2008; s. 47): „Statistika a historie jsou pro ekonomii neužitečné, pokud nejsou doprovázeny základním deduktivním pochopením faktů.“

¹¹⁶ V protikladu k tomuto přístupu stojí následující tvrzení Ludwiga von Misesa (2018; s. 59–60): „Nic takového jako historická metoda ekonomie [...] neexistuje. Existuje ekonomie a ekonomická historie. Ty dvě nesmí být nikdy směřovány.“

¹¹³ Viz kapitolu č. 5.3.

¹¹⁴ Je dokonce možné, že by daleko razantnější zvýšení úrokových sazeb bylo s přihlédnutím k „bobtnajícím“ inflačním tlakům ještě správnější rozhodnutí.

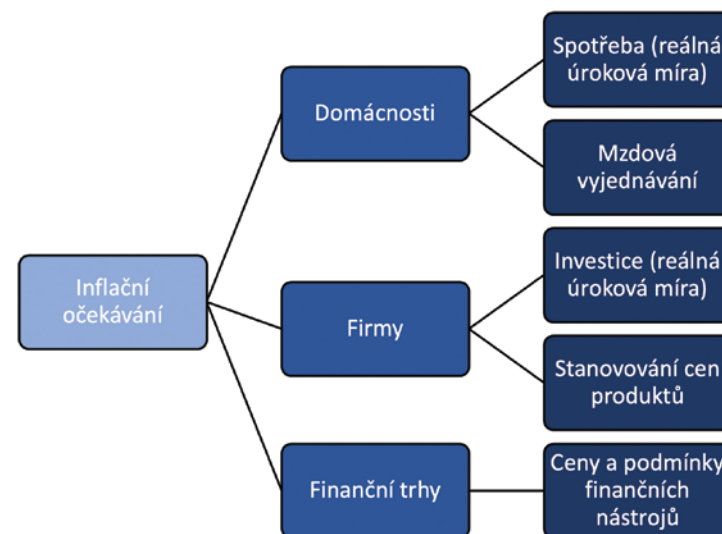
historie tím, že nevíme, k čemu povedou. Pohledem nazpět můžeme význam minulého dění zhodnotit a vystopovat jeho důsledky. Když však historie kráčí svou cestou, není to pro nás historie. Vede nás do neznáma a sotvakdy zahlédneme, co nás čeká.“ Analyzovat současnost je podstatně náročnější než mít tu přívětivou možnost ze zpětného pohledu zkoumat vývoj již ukončeného děje. A to, jelikož není vůbec zřejmé, v co daný průběh událostí nakonec vyústí. Jsou to proto právě paralely mezi minulým děním podobného charakteru, které nám mohou posloužit jako užitečné vodítko pro posouzení povahy určité události probíhající v současnosti.

6.4.2 Role inflačních očekávání v měnové politice

Zkušenost ze 70. let skýtá cennou lekci o tom, jak jsou pro měnovou politiku stěžejní inflační očekávání ekonomických subjektů. Ta jsou tak důležitá hlavně proto, že dokáží předurčovat úspěšnost měnověpolitických kroků centrální banky. Michael Woodford (2005) tvrdí, že jelikož je většina ekonomických aktérů orientována na budoucnost, ovlivňují centrální banky ekonomiku stejně tak prostřednictvím svého vlivu na jejich inflační očekávání jako skrze přímé dopady využití svých měnověpolitických nástrojů. Dle Michaela Woodforda (2005) nejenže záleží na inflačních očekáváních, ale (přínejmenším za současných podmínek) sotva záleží na čemkoli jiném.

Inflační očekávání domácností, firem či finančních trhů zásadním způsobem ovlivňují jejich chování, a tím ve výsledku i skutečnou míru inflace (Molnár, 2021). Když se domácnosti rozhodují, jakou část svého příjmu uspořit, nebo třeba když se firmy rozhodují, kolik prostředků vynaložit na nové investice, či případně když se analytici finančního trhu snaží odhadovat budoucí vývoj makroekonomických veličin nebo cen finančních aktiv, berou tito aktéři při svém rozvažování v potaz nejen současnou úroveň cenové hladiny a aktuální míru inflace, nýbrž i budoucí, jimi očekávanou, míru inflace. Schematický

přehled transmisního mechanismu inflačních očekávání dle jejich tří druhů ilustruje obrázek č. 50.



obr. č. 50

Schematický přehled transmisního mechanismu inflačních očekávání.

Zdroj: Vlastní zpracování podle ČNB (Molnár, 2021).

Pro inflační očekávání je přitom symptomatické i to, že mohou do určité míry působit jako „sebenaplnující proroctví“ – uvěří-li například veřejnost tomu, že v blízké době dojde ke strmému nárůstu míry inflace a tomuto svému (ne nutně jakýmkoli faktickým základem podepřenému) pocitu i náležitě přizpůsobí své chování, pak se zvýšená míra inflace skutečně může záhy dostavit, ačkoli za ní nestojí žádné fundamentální, nýbrž pouze jakési psychologické faktory. Totéž platí i *vice versa*, tedy pro deflaci. Tento sebenaplnující charakter inflačních očekávání je jedním z důvodů, proč by je

centrální banky měly důsledně monitorovat (především pak dlouhodobá inflační očekávání) a přizpůsobovat vlastní měnovou politiku jejich změnám. Jsou-li inflační očekávání setrvale odukotvena od inflačního cíle centrální banky, nevydává tím měnová autorita všanc pouze vývoj cenové hladiny v blízké budoucnosti, nýbrž také svoji kredibilitu, která předurčuje její schopnost dlouhodobě dosahovat vlastního inflačního cíle.

Je třeba od sebe odlišovat tři druhy inflačních očekávání, a sice I) domácností, II) nefinančních podniků a III) analytiků finančního trhu. Je však nešťastnou skutečností, že právě v časech zvýšené míry inflace (či obecněji cenové nestability), kdy by měla pro měnovou politiku představovat největší informační hodnotu, existují mezi těmito jednotlivými kategoriemi ty největší rozptyly.¹¹⁷ Kvůli obrovským rozdílům v jejich hodnotách by zprůměrování všech dostupných dat o inflačních očekávání veškerých subjektů, jež se onoho statistického šetření zúčastnily, postrádalo svůj smysl, neboť by výsledný číselný údaj spolehlivě nereprezentoval ani jednu z výše uvedených skupin. Nutně tak vyvstává otázka, kterými inflačními očekáváními by se centrální banka měla řídit.

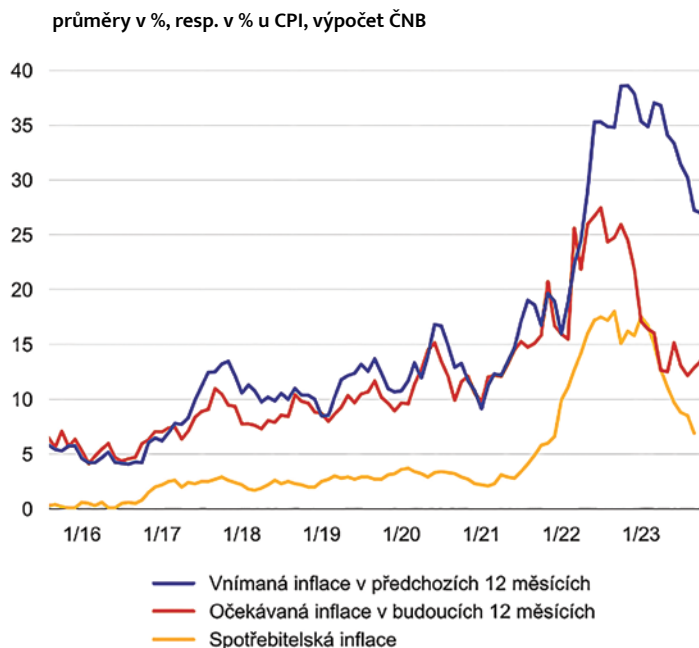
Na první pohled by se mohlo zdát, že jsou to inflační očekávání domácností, která by měla být nejrelevantnější, neboť se jedná o nejpočetnější skupinu ekonomických aktérů. Jejich značným problémem je však skutečnost, že jsou prakticky vždy vychýlena směrem nahoru ve srovnání s *ex post* uváděnými hodnotami míry inflace. Jak ukazuje studie D'Acunta *et al.* (2022), domácnosti při tvorbě inflačních očekávání přikládají podstatně větší váhu kladným než záporným cenovým změnám, což pomáhá vysvětlit toto systematické nadhodnocování očekávané budoucí míry inflace. Analýza ČNB (Šnobl, 2023)

tyto závěry potvrzuje, když dokládá, že ve sledovaném období mezi lety 2015 a 2023 byly českými domácnostmi vnímaná i do budoucna očekávaná míra inflace výrazně vyšší než její skutečné naměřené hodnoty¹¹⁸ (a to platilo i v období, kdy byla míra inflace dlouhodobě na cíli ČNB, či dokonce pod ním). Data z podobných statistických šetření prováděných v jiných zemích vykazují obdobné výsledky. Studie D'Acunta a kol. (2022) zároveň poukazuje na to, že se inflační očekávání domácností výrazně liší napříč demografickými skupinami (příjmem, věkem, pohlavím, rasou a dalšími charakteristikami). To se opět zdá být plně v souladu s analýzou ČNB (Šnobl, 2023), z níž vyplývá, že citelně vyšší míru inflace vnímají i očekávají respondenti s nižšími příjmy, horším vzděláním, ve vyšším věku a z menších sídel, zatímco u domácností s vyššími příjmy, lepším vzděláním a z větších měst se vnímaná míra inflace pohybuje blíže jejím později naměřeným hodnotám a stejně tak inflační očekávání bývají zřetelně nižší. Z těchto důvodů je záhodno na inflační očekávání domácností nahlížet spíše jako na měřítko společenské nálady než na spolehlivý ukazatel toho, jak se domácnosti doopravdy zachovají a jaký vliv to následně bude mít na míru inflace.

Dále jsou nasnadě inflační očekávání nefinančních korporací. Jsou to ostatně právě podnikoví manažeři, kteří v prostředí nedokonalé konkurence mají schopnost do určité míry rozhodovat o cenotvorbě svých produktů a jejichž očekávání ohledně budoucího vývoje míry inflace zapracovávají do nacenění těchto statků. Ačkoli nemusejí být jejich odhady nejpřesnější, jsou to v konečném důsledku ti, jejichž inflační očekávání jsou reflektována v konečných cenách spotřebních statků. Jenže problémem je zde opět nezanedbatelná nesourodost mezi očekáváními jednotlivých podniků.

117 Viz obrázek č. 48.

118 To zachycuje obrázek č. 51.



obr. č. 51

Vnímaná, domácnostmi očekávaná a naměřená míra inflace v ČR.

Zdroj: ČNB (Šnobl, 2023). Pozn.: vyjádřeno v procentech (%); míra inflace měřená CPI.

Poslední zmíněnou skupinou byla inflační očekávání analytiků finančního trhu, která jsou zpravidla nejpresnější, a to nejen proto, že se jejich odhady obvykle velmi podobají prognóze samotné centrální banky, nýbrž rovněž z toho důvodu, že se nejvíce přibližují *ex post* hodnotám. Jedná se však současně o úzce vymezené seskupení jedinců, které dokáže reflektovat větší celek ekonomických subjektů leda tak, že skrze mediální vystupování utvoří ostatním představu o tom, jakým směrem se dle výpočtů odborníků v této oblasti bude míra inflace v následujících měsících pravděpodobně ubírat.

Žádný z výše popsaných způsobů měření inflačních očekávání (tj. jejich členění do jednotlivých kategorií podle toho, jestli spadají buďto mezi domácnosti, podniky, nebo analytiku finančního trhu) není dokonalé a má svá nesporná úskalí. Je proto poněkud politováníhodné, že ačkoli je usměrňování inflačních očekávání samým jádrem měnové politiky, neznáme dosud žádný způsob, jak je spolehlivě měřit a naše veškerá evidence o nich je výrazně omezená.

Ústřední lekcí, kterou pro měnovou politiku představuje makroekonomická situace v 70. letech minulého století, je (vedle porozumění tomu, že prvotním cílem měnové politiky by vždy měla být cenová stabilita, a to nejlépe bez jakýchkoli výjimek) poznání, že by inflační očekávání neměla být brána na lehkou váhu a že jejich dlouhodobá oduktovenost od inflačního cíle je velmi závažnou záležitostí. Historická zkušenost dává za pravdu tezi, že je daleko výhodnější činit taková preventivní opatření, jimiž by se odpoutání inflačních očekávání od cíle centrální banky zabránilo než překotnými kroky usilovat o jejich opětovné navrácení v době, kdy již nad jejich výší nemá centrální banka dostatečnou kontrolu. Třebaže to zprvu může znít scestně, skutečně se ukazuje, že důvěra ekonomických subjektů ve schopnost centrální banky dosahovat vlastního inflačního cíle je nejmocnějším nástrojem, kterým tato instituce disponuje.

6.4.3 Mýtus čistě nákladové inflace a oduktvení inflačních očekávání

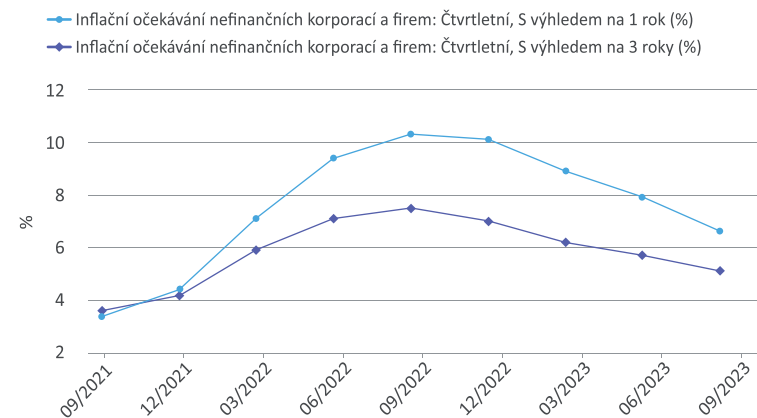
V mediálních výstupech představitelů světových centrálních bank jsme od vzednutí poslední inflační vlny mohli opakovaně slyšet stanovisko, že rostoucí míra inflace je poháněna výhradně nákladovými šoky, a odezní tak hned, co jen tyto pominou. Centrální banky nezdědka využívaly tuto argumentaci pro zdůvodnění své zdrženlivosti v utahování měnových podmínek, neboť vycházely z toho, že nabídkové inflační tlaky – které považovaly za dominantnější než ty poptávkové –

nedokáže měnová autorita příliš ovlivnit, pročez by na ně ani neměla prostřednictvím svých měnověpolitických nástrojů reagovat.

Opět se nejedná o přístup, který by byl z historického pohledu raritní. Tentýž narativ panoval právě v 70. letech minulého století během velké inflace, kdy byl obecně přijímán názor, že vysoká míra inflace je výsledkem mimořádných ropných cenových šoků, na něž centrální banka může mít jen marginální vliv. V posledních letech pak mezi centrálními bankami převládalo přesvědčení, že za zvýšenou mírou inflace stojí zejména ceny energií, jejichž růst dále akcelerovala válka na Ukrajině, a tak je pomyslný manévrovací prostor měnové politiky značně zúžen. Měnové podmínky centrálních bank proto nezanedbatelnou dobu nebyly dostatečně přísné na to, aby tlumily inflaci a bránily odukotvení inflačních očekávání ekonomických agentů od jejího cíle. Je tudíž možné hovořit o jistém podcenění větší setrvačnosti míry inflace v důsledku poptávkových inflačních tlaků a rozvolněných inflačních očekávání.

Obrázek č. 52 ukazuje vývoj inflačních očekávání nefinančních podniků a firem v ČR. Již od září roku 2021 lze na grafu spatřit mírné odpoutání těchto inflačních očekávání od 2% cíle centrální banky a horní hranice jejího tolerančního pásma, a to jak na horizontu jednoho roku, tak i tří let. Nejprudší nárůst však inflační očekávání nefinančních podniků a firem zaznamenala mezi prosincem téhož a březnem následujícího roku, kdy ta na ročním horizontu vzrostla o 2,7 p. b. z 4,4 % na 7,1 % a ta na horizontu tří let o 1,7 p. b. z 4,2 % na 5,9 %.

Podobný vývoj lze pozorovat i u inflačních očekávání analytiků finančního trhu, u nichž ČNB také pravidelně (a to dokonce frekventněji – každý měsíc, nikoli až čtvrtletí) provádí dotazníková šetření. Na tomto místě je třeba dodat, že výše právě těchto inflačních očekávání je do velké míry závislá na prognóze dané centrální banky a svým

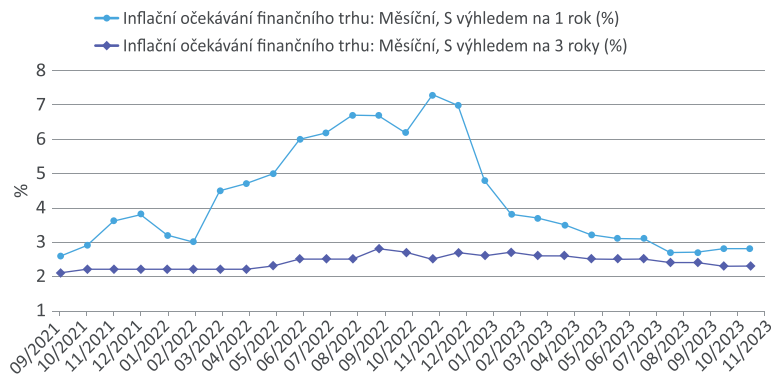


obr. č. 52

Inflační očekávání nefinančních korporací a firem v horizontu jednoho roku a tří let.

Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: 09/2021–09/2023; čtvrtletní data; vyjádřeno v procentech (%).

způsobem vyjadřuje její kredibilitu. Jsou-li proto inflační očekávání finančního trhu výrazně odvázána od inflační prognózy centrální banky, je to výstražný signál upozorňující centrální banku na zvýšené riziko možnosti ztráty její důvěryhodnosti. Inflační očekávání finančního trhu s výhledem na budoucích 12 měsíců v ČR začala vybočovat z (pro centrální banku) bezpečného území již počínaje listopadem roku 2021. Jejich růst pak dále nepolevoval, když se téhož měsíce následujícího roku dostala až k 7,3 %. Od té doby každým dalším měsícem citelně klesají a v srpnu roku 2023 se dostala pod poměrně bezpečnou hranici 3 %. Inflační očekávání finančního trhu s výhledem na tři nadcházející roky nepocítila žádný dramatický nárůst, když jejich vrchol (jehož bylo dosaženo v září roku 2022) čítal 2,8 %. Vývoj těchto inflačních očekávání zachycuje obrázek č. 53.



obr. č. 53

Inflační očekávání finančního trhu na ročním a tříletém horizontu.

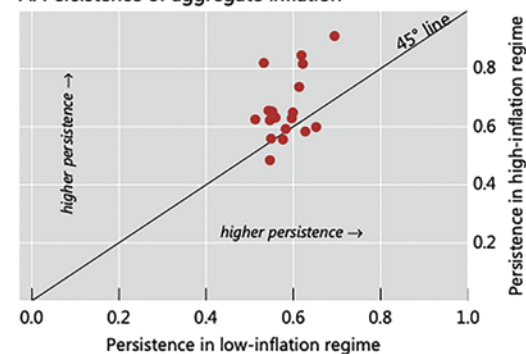
Zdroj: ČNB, ARAD. Pozn.: 09/2021–11/2023; měsíční data; vyjádřeno v procentech (%).

6.4.4 Perzistence zvýšené míry inflace

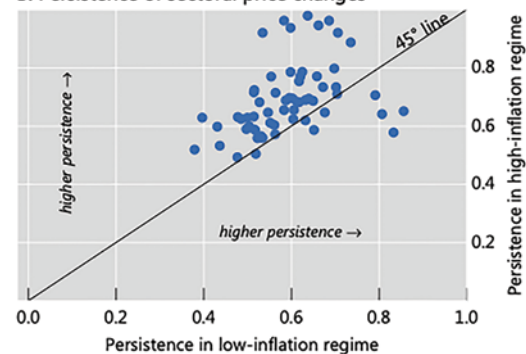
Studie BIS (Borio *et al.*, 2023; s. 35) zabývající se rozdíly mezi nízko- a vysoko-inflačními režimy a jejich důsledky pro měnovou politiku dosvědčuje, že „období s vysokou inflací se vyznačují vyšší perzistencí inflace ve srovnání s obdobím s nízkou inflací.“ Je zřejmé, že čím je míra inflace vyšší, tím větší je i riziko, že se kvůli mzdovým vyjednáváním a různým indexacím výdajů na tuto veličinu (případně v důsledku odukotvení inflačních očekávání) stane cenová nestabilita záležitostí trvalejší. Perzistenci zvýšené míry inflace ve vysoko-inflačních režimech měnové politiky ukazuje obrázek č. 54.

Analýza Blanca a kol. zabývající se dynamikou inflačních šoků v posledních třech dekadách v zemích celého světa rovněž přináší cenná poznání. Jeden z klíčových závěrů je následující: „Inflace má tendenci být trvalá: Po prudkém nárůstu inflace často následuje vysoká míra inflace ještě několik let po jejím vrcholu.“ (Blanco *et al.*, 2022; s. 2) Jako

A. Persistence of aggregate inflation



B. Persistence of sectoral price changes



obr. č. 54

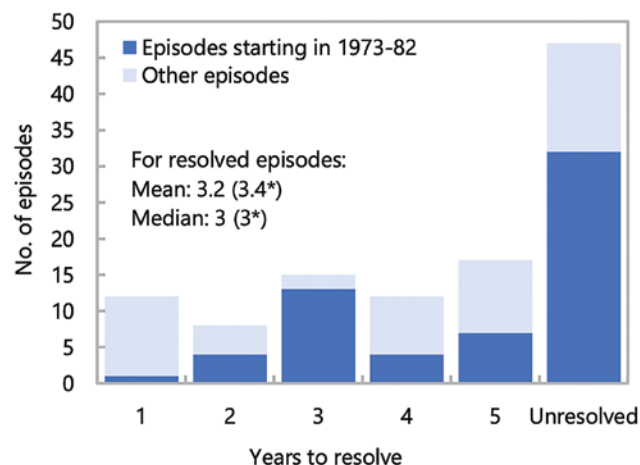
Perzistence míry inflace ve vysoko-inflačních režimech měnové politiky.

Zdroj: BIS (Borio *et al.*, 2023). Pozn.: Perzistence jednoměsíčních logaritmických změn cen vypočtených na základě na údajů na úrovni jednotlivých odvětví.

hlavní příčinu setrvačnosti zvýšené míry inflace vidí autoři inflační očekávání odpoutaná od cíle centrální banky: „Dlouhodobá inflační očekávání mají tendenci vykazovat mírný nárůst, který přetrvává po celou dobu dezinflace“ (Ibid.; s. 1)

Rozsáhlá studie IMF (Ari *et al.*, 2023) zkoumající přes 100 inflačních epizod v 56 zemích od roku 1970 ve vyspělých a rozvíjejících se

ekonomikách ukazuje, že pouze v 60 %¹¹⁹ těchto inflačních epizod se míra inflace podařilo snížit do pěti let, a dokonce i v těchto – jak autoři píší – „úspěšných“ případech trvalo překonání zvýšené míry inflace v průměru více než tři roky. Nepřekvapivě je proto jedním z hlavních závěrů této studie fakt, že zvýšená míra inflace většinou bývá trvalejšího charakteru. Z toho pro měnovou politiku vyplývá varování, že očekávání rychlé dezinflace obvykle bývají zmařena.



*/ Episodes starting in 1973–82.

obr. č. 55

Doba, než míra inflace klesne na úroveň do jednoho procentního bodu míry inflace před cenovým šokem. Zdroj: IMF (Ari *et al.*, 2023). Pozn.: vyjádřeno v letech.

Obrázek č. 55 poukazuje na vysokou pravděpodobnost perzistence zvýšené míry inflace. Za zmínku stojí, že pouze v necelých 10 % případů (tj. 12 ze 111) se míra inflace vrátila na úroveň před cenovým

šokem do jednoho roku od jeho vypuknutí. Jak ale autoři (Ari *et al.*, 2023) dále uvádějí, nestalo se tak v těchto případech díky úspěšné dezinflační politice, nýbrž spíše v důsledku ekonomické krize (zejména pak GFC či AFC), kdy šok na finančních trzích vyvolal výrazný pokles poptávky a podnítil „tvrdé přistání“ (hard landing).

Studie IMF (Ari *et al.*, 2023) současně dokazuje, že centrální banky často při poklesu míry inflace „slaví předčasně“. V 90 % inflačních epizod označených jako „epizody nevyřešené“ (*unresolved episodes*),¹²⁰ jež byly zkoumány v rámci této analýzy, míra inflace během prvních tří let po počátečním vzestupu výrazně poklesla, avšak poté se buďto zastavila na stále zvýšené úrovni, nebo ještě dále akcelerovala. Centrální banky by si tak z této bohaté historické zkušenosti měly odnést poučení, že není radno schopnost míry inflace stát se setrvalejší záležitostí podceňovat, když se již zdánlivě postupně vrací na původní nižší hodnoty, které byly normou předtím, než došlo k nákladovým šokům či projevům silných poptávkových tlaků, jež ji vyvolaly.

¹²⁰ Konkrétně se jedná o 42 z celého vzorku 47 případů (a 28 ze 32 případů během ropných krizí v letech 1973–1979).

7 — Náklady inflace

F. A. Hayek (1999a; s. 37) kdysi napsal, že „historie je dlouhým průběhem inflací, a to obvykle inflací řízených vládami a ve prospěch vlád“.¹²¹ Každá další zkušenost s inflací přitom pouze potvrzuje oprávněnost odporu vůči cenové nestabilitě. Zatímco v 70. letech minulého století, době poznamenané keynesiánskými makroekonomickými přístupy,¹²² byla zvýšená míra inflace ospravedlněna cílem dosáhnout „plné zaměstnanosti“, dnes již není žádných pochyb o tom, že zvýšená míra inflace je pro ekonomiku i celou společnost jevem nežádoucím. To je ostatně skutečnost, které si byl dobře vědom i John Maynard Keynes, když poznamenal: „Nenajdeme rafinovanější ani spolehlivější prostředek k rozvrácení existujících základů společnosti, než je zkažení měny. Tento proces využívá všech skrytých sil ekonomických zákonitostí na straně destrukce a činí tak způsobem, který není schopen rozpoznat ani jeden člověk z milionu.“ (Keynes, 1919)

121 Srov. s Hayek (2009; s. 9): „Dějiny totiž byly z velké části dějinami inflace,“ a Hayek (1996; s. 105): „Je do značné míry pravda, že světové dějiny jsou dějinami inflace.“

122 Viz Hayek (2009; s. 10): „Sir John Hicks dokonce navrhl, abychom třetí čtvrtinu tohoto století, tedy léta 1950 až 1975, nazvali Keynesovým věkem, podobně jako byla druhá čtvrtina věkem Hitlera. Nedomnívám se, že škody, které Keynes napáchal, jsou skutečně tak velké, aby tento popis ospravedlnily. Nicméně je pravda, že dokud se zdálo, že jeho recepty fungují, působily jako dogma, kterému se jevilo zbytečným odporovat.“

7.1 Dopady inflace na dlužníky a věřitele

Ve standardních učebnicových výkladech¹²³ a pravděpodobně i v povědomí veřejnosti převládá přesvědčení, že tím nejškodlivějším dopadem (neočekávané) inflace je jí způsobená změna vztahu mezi dlužníky a věřiteli. Hayek (1996; s. 94) však konstatuje: „Ovšemže nepředvídané znehodnocení peněz poškozuje věřitele a prospívá dlužníkům. To je významný, ale zdaleka ne nejzávažnější dopad inflace.“

Na teoretické úrovni je z hlediska dopadů inflace na vztah mezi dlužníky a věřiteli nezbytné rozlišovat mezi očekávanou a neočekávanou inflací. Vyšší míra inflace, než se kterou počítaly jednotlivé strany při sjednávání kontraktu (tj. neočekávaná inflace), prospívá dlužníkům, u nichž tím dochází k poklesu reálné hodnoty jejich závazku, a naopak ztrácejí věřitelé, jejichž pohledávka vůči dlužníkovi vlivem vyšší míry inflace ztrácí na své reálné hodnotě. Neočekávaná inflace má proto za následek přerozdělení bohatství od věřitelů k dlužníkům (Revenda, 1999; s. 357).

Je-li inflace ekonomickými aktéry očekávána, mohou její redistribuční dopady zmírnit přizpůsobením podmínek dané smlouvy, kterou navzájem uzavírají. Je zřejmé, že do té míry, do které byla vyšší míra inflace zakomponována do dobrovolného rozhodnutí jednotlivých stran kontraktu, nepůsobuje takové distorze jako inflace zcela neočekávaná. Jak ale ukážeme hned v následující kapitole, ani zdaleka není pravda, že by se taková inflace obešla bez škodlivých redistribučních účinků.

7.2 Cantillonův efekt aneb redistribuční účinky inflace

Richard Cantillon (2010; s. 147) ve svém eseji z roku 1755 napsal: „Pokud by se ve státě našly zlaté nebo stříbrné doly a vytěžilo by se

z nich značné množství nerostných surovin, majitelé těchto dolů, podnikatelé a všichni, kdo v nich pracují, by zvýšili své výdaje úměrně bohatství a zisku, kterého by dosáhli. Budou také půjčovat peníze, které mají nad rámec toho, co potřebují na své výdaje, a získávat úroky.“ Jedná se zřejmě o první zdokumentované poznání toho, že ti, kdo obdrží nově vzniklé peníze nejdříve, je mohou vynaložit na nákup statků v ekonomice ve větším rozsahu, než v jakém by si původně bývali mohli zboží a služby obstarat, a to zákonitě na úkor pozdějších příjemců peněz, kteří si budou schopni na trhu koupit naopak méně statků než předtím.

Ačkoli se jedná již o velmi starý (nikoli však zastaralý) poznatek,¹²⁴ zdá se, že jeho důležitost dosud stále nebyla dostatečně akcentována hlavním proudem ekonomického myšlení, a to především kvůli tomu, jaký důraz klade na smyšlený konstrukt zvaný „cenová hladina“, a do jaké míry naopak bagatelizuje význam relativních cen a příčin či důsledků jejich změn. Ludwig von Mises (2014; s. 66) zmiňuje, že užití pojmu „cenová hladina“ svádí mnohé na scestí, neboť si pod ním lidé obvykle představují obdobu hladiny tekutiny v nehybném tělese, jejíž výše se odvíjí pouze od přilévání a odlévání kapaliny. Naše obrazotvornost pak způsobuje, že smýšlíme nad cenovou hladinou analogicky k vlastnostem hladiny tekutiny, k níž byla svým názvem metaforicky přirovnána. Ludwig von Mises (2014; s. 66) však ukazuje, že s cenami statků je tomu jinak: „Ceny se nemění ve stejném poměru ani ve stejném čase. Vždy budou ceny, které se budou měnit rychleji, budou růst nebo padat rychlejším tempem než ceny jiného zboží. A existuje pro to důvod.“

¹²⁴ „Cantillon tvrdil, stejně jako později Hume, že změny v množství peněz převážně ovlivňují strukturu relativních cen spíše než všeobecnou cenovou úroveň.“ (Huerta de Soto, 2009; s. 600).

¹²³ Viz třeba Mankiw (2009; s. 606), Revenda *et al.* (2004; s. 545) či Revenda (1999; s. 356).

Jak píše Adam Smith ve svém Eseji o dějinách astronomie,¹²⁵ analogie, jimiž si badatelé pomáhají vysvětlovat jevy daného oboru jazykem jiné vědecké disciplíny, sice mohou v nemnoha případech autorům poskytnout „příležitost k několika málo geniálním srovnáním“, avšak zpravidla činí popis daného jevu krajně nejednoznačným.¹²⁶ A to proto, že taková deskripce způsobuje, že se k danému jevu nutně váží i jiné vlastnosti charakteristické pro jev z oblasti, odkud ono označení pochází, které však již nesdílí s tím jevem, k němuž byl svým jménem připodobněn. To může v konečném důsledku přivodit zmatek ohledně významu samotného jevu, jehož objasnění původně měla tato analogie pomoci.¹²⁷

Je vůbec sporné, zda něco jako „cenová hladina“ existuje, a případně zda je pro nás takový ukazatel užitečný.¹²⁸ Agregát cen vybraných statků v ekonomice nemá v reálném světě své zastoupení. V realitě nalézáme pouze relativní ceny jednotlivých statků, jejichž změny cenová hladina zamlžuje a činí hůře rozpoznatelnými. Michael Woodford (2003; s. 5) píše, že alokace zdrojů závisí pouze na relativních cenách, nikoli na jejich absolutních úrovních. Jsou to však právě relativní ceny, jež jsou emisí nových peněz nejvíce poznamenány – jak ostatně tvrdí F. A. Hayek (1980; s. 16): „Škodlivé účinky nadměrné nabídky peněz nespočívají pouze ve změnách průměrné cenové hladiny, ale ve stejné míře v narušení celé struktury relativních

cen a v následném nesprávném směřování produktivního úsilí, jež je tím způsobeno.“¹²⁹

Jelikož se nově vzniklé peníze nedostávají mezi jednotlivé ekonomické aktéry rovnoměrně a ve stejný čas, má každá taková emise peněz za následek redistribuční účinky plynoucí z narušení struktury relativních cen, a to zcela bez ohledu na to, zda je jejím projevem také vyšší míra inflace. První příjemci peněz profitují ze své pozice tak, že mají to privilegium nakupovat statky v ekonomice při cenách, které zatím nezohledňují skutečnost, že došlo ke vzniku nových peněžních jednotek, a mohou si proto v souhrnu obstarat větší množství statků. Ti, k nimž se nové peníze nedostanou vůbec (anebo s nezanedbatelným časovým zpožděním), jsou tímto naopak znevýhodněni, jelikož kupní síla jejich prostředků utrpěla ztrátu. Zřejmým důsledkem je, že se ceny statků nezvyšují proporcionálně, nýbrž v úzké závislosti na tom, jak brzy a v jaké míře vynaloží první příjemci nových peněz část svých prostředků na koupi těch kterých zboží a služeb. Z jakékoli takové tvorby peněz (kterou by rakouští ekonomové nazvali inflací v pravém slova smyslu) tudíž jedni získávají, zatímco jiní trátí.

7.3 Inflace jako skrytá daň

Murray N. Rothbard (2001; s. 61) tvrdí: „Inflace je mocným a rafinovaným prostředkem k tomu, aby si vláda opatřila zdroje od veřejnosti. Jedná se o bezbolestnou a navýsost nebezpečnou formu zdanění.“ Jerry Jordan obdobně prohlašuje, že o inflaci můžeme hovořit „jednoduše jako o dani, o které nebylo hlasováno“.¹³⁰ (Šíma, 1999; s. 8)

¹²⁹ Srov. s Hayek (2008; s. 218): „Zdá se být zřejmé, že téměř jakákoli změna nabídky peněz, ať už ovlivňuje cenovou hladinu, či nikoli, musí vždy ovlivnit relativní ceny. A jelikož není pochyb o tom, že jsou to právě relativní ceny, které určují objem a směřování výroby, téměř každá změna množství peněz musí nutně ovlivnit i produkci.“

¹³⁰ Srov. s Hazlitt (2008; s. 147): „Inflace je druhem daně, která není pod kontrolou daňových úřadů.“

¹²⁵ Citováno z Hayek (1995; s. 15).

¹²⁶ Viz Mises (2008; s. 103): „Analogie a metafory vždy kulhají a jsou logicky neuspokojivé.“

¹²⁷ Za zmínku stojí teze Ludwiga Wittgensteina (2017; s. 8) o tom, že „co se vůbec dá říci, dá se říci jasně; a o čem nelze mluvit, k tomu se musí mlčet“.

¹²⁸ Viz Karpiš (2021; s. 192): „Nic jako cenová hladina neexistuje. Jsou jen ceny jednotlivých produktů, služeb, aktiv či výrobních faktorů. Průměr cen některých vybraných statků v ekonomice, který neříká nic o individuálních změnách nominálních cen statků v ekonomice, zakrývá dynamiku a variabilitu dopadů inflace.“

Jelikož neočekávaná inflace snižuje hodnotu dlužníkovu závazku a protože tím zdaleka největším dlužníkem v kterékoli ekonomice bývá stát, je pravda, že touto optikou může být na inflaci nahlíženo jako na jev pro stát prospěšný. Dodejme, že ne vždy musí inflace pomáhat vládě tak, že významně zvyšuje její příjmy, neboť současně může také proporcionálně zvýšit její výdaje, a celkový dopad na saldo státního rozpočtu proto nemusí být pozitivní. Ovšem stále platí, že i kdyby nárůst vládních výdajů v důsledku růstu míry inflace převýšil jí způsobené zvýšení jejích příjmů, snižuje inflace reálnou hodnotu akumulovaného státního dluhu.

Nehledě na to, do jaké míry může být pro vládu inflace příznivá, nástroje měnové politiky třímá v rukou na státu nezávislá instituce centrální banky. Při stanovení svého inflačního cíle a jeho následného dosahování není centrální banka vázána potřebou činit takové kroky, jež by vládě pomohly s její fiskální politikou. Není jistě nijak překvapivé, že existuje empirická evidence formulující nepřímou úměrný vztah mezi nezávislostí centrální banky a mírou inflace – čím více je centrální banka ve svém rozhodování odkázána plnit přání vlády a státní kasu, tím hůře se jí zpravidla daří v dané zemi zajišťovat cenovou stabilitu.

7.4 Narušení procesu ekonomické kalkulace

Jakýkoli spotřební statek lze stvořit nesčetným množstvím různých výrobních postupů a téměř všechny kapitálové statky mohou být použity k produkci nespočtu rozmanitých spotřebních statků. A jelikož jsou zdroje vzácné a jejich užití omezené, zatímco lidské potřeby, jež mohou tyto statky naplňovat, nemají žádných mezí, je třeba určitým způsobem rozhodnout o tom, které statky budou sloužit jakým účelům. Ekonomická teorie nám ukazuje, že jedinou skutečně funkční metodou, jak uvést do souladu na jedné straně vzácnost výrobních

faktorů a na druhé straně neomezená přání spotřebitelů, je tržní prostředí a z něho vycházející cenový systém. Dle Hayeka (2022; s. 99) je volný trh „jedinou známou metodou, jak zabezpečit informace, jež umožní jednotlivcům posuzovat komparativní výhody různých využití zdrojů“. A jak konstatuje Ludwig von Mises (2011; s. 304), ekonomická kalkulace nám poskytuje „orientaci v nedozírném množství hospodářských variant [...] Bez ní by byla veškerá výroba [...] tápáním v šeru“.

Ceny statků v sobě zhmotňují všechny relevantní dostupné informace, kterých je třeba proto, aby se vzácné zdroje alokovaly mezi jejich alternativní užití racionálně. Hayek (2019) tvrdí, že ceny jsou nesmírně efektivní i z toho důvodu, že jsou tím nejprostším a jediným údajem, jímž musí jednotlivci disponovat proto, aby věděli, jak s daným statkem správně naložit. „Ceny a zisk,“ píše Hayek (2022; s. 131), „jsou vším, co většina výrobců potřebuje k tomu, aby mohla účinněji uspokojovat potřeby neznámých lidí. Jsou nástrojem k pátrání – podobně jako dalekohled rozšiřuje okruh viditelného pro vojáka či lovce, námořníka či pilota.“¹³¹

Murray Rothbard (2001; s. 62) píše, že jedním z katastrofických důsledků inflace je právě to, že narušuje ekonomickou kalkulaci, která je „prazáklad každé ekonomiky“. Tím, že úvěrová expanze zvyšuje nominální příjmy některých producentů, a vytváří tak iluzorní zisky, které jsou pouze dočasné a trvají jen tak dlouho, dokud se nové peněžní jednotky nerozptýlí po celé ekonomice a nezmění ceny jiných statků, vysílá výrobcům falešné cenové signály informující je o tom, že jejich odvětví prosperuje, a že by proto měli zvýšit objem svých investic. V důsledku toho je výroba nasměrována nesprávně

¹³¹ Viz také Horwitz (2023; s. 66): „Zisk a ztráta jsou jako signály slasti a bolesti vysílané našimi nervovými zakončeními. [...] Bez skutečných signálů o ziscích a ztrátách jsou výrobci slepí a spotřebitelé v důsledku toho trpí.“

a dochází k misalokaci kapitálu.¹³² Inlace zkrátka vytváří kouřovou clonu zamlžující cenové signály, která způsobuje, že je pro podnikatele rázem náročné oddělit trvalé změny od změn přechodných a identifikovat, zda je poptávka po jejich statcích skutečná, anebo pouze vyvolaná dopady inflace. Celkově vzato tak inflace vede k chybné alokaci zdrojů.¹³³

7.5 Je inflace zlem?

Rothbard (2005; s. 690–691) píše, že zatímco jsou zisky těch, kteří z inflace benefitují, snadno viditelné, ztráty všech ostatních jsou skryté. Může se tudíž jednat o další příklad fenoménu, *co je vidět a co není vidět*, jak jej trefně nazval Frédéric Bastiat (1998) ve stejnojmenném díle. Inlace je dle Rothbarda (2001; s. 62) pomyslným závodem, kdy velmi záleží na tom, kdo získá nové peníze a v jakém pořadí. Inlace jen přerozděluje kupní sílu mezi jednotlivé ekonomické aktéry podle toho, na jaké příčce se kdo v tomto smyslu postrádajícím závoděním umístil; celkově však nijak nepřispívá k všeobecnému blahobytu. Henry Hazlitt (2008; s. 142) zase tvrdí: „Inlace [...] skutečně může na krátkou dobu přinést prospěch upřednostňovaným skupinám, ale pouze na úkor ostatních. Dlouhodobě přináší ničivé důsledky pro celou ekonomiku.“ Nejedná se přitom o závěry poměrně okrajové ekonomické školy, za kterou bývá ta rakouská mnohdy považována; obdobné teze zaznívají třeba i ve studii ECB (2010; s. 10), kde je psáno, že „inflace tím, že narušuje cenové signály, zhoršuje fungování tržní ekonomiky, a proto má v konečném důsledku negativní dopad na celkovou makroekonomickou výkonnost“.

¹³² Pro detailní popis ABCT viz Potužák (2015 a 2022).

¹³³ Viz Rothbard (2001; s. 63): „Vytvořením iluzorních zisků a narušením ekonomické kalkulace odstraní inflace schopnost svobodného trhu pokutovat neefektivní a odměňovat efektivní podnikatele.“

Juraj Karpiš (2021; s. 468) konstatuje: „Rychlost růstu bohatství nezávisí jen na faktorech, jakými jsou technologický pokrok, institucionální nastavení a kumulace úspor. O jeho intenzitě rozhoduje i míra, do jaké je narušována optimální alokace kapitálu, a tím i efektivita produkce v ekonomice, falešnými cenovými signály monetární politiky.“ Cenová stabilita je nutným předpokladem prosperity. A přestože v dlouhém období bohatství národů příliš nezávisí na cenových vlivech, nelze říci, že by jimi bylo zcela nedotčeno. Dlouhodobě nestabilní makroekonomické prostředí charakterizované značnými a častými výkyvy cenové hladiny nepochybně ovlivní jednotlivé determinující faktory bohatství dané země negativně. V historii lze nalézt celou řadu případů rozvrátů ekonomik v důsledku nevládnutého boje s vážnou cenovou nestabilitou.

Mnozí ekonomové se v souvislosti s inflací nebrání užití normativních soudů poukazujících na to, že (vysoká) míra inflace je pro ekonomiku zlem. Tak třeba F. A. Hayek (1950; s. 174) praví: „Inlace, dokonce i ‚potlačená inflace‘, je nepochybně zlem, i když někteří by řekli, že nutným zlem, má-li být dosaženo jiných žádoucích cílů.“ Dokonce i Milton Friedman, jenž je mj. znám pro svoji práci v metodologii pozitivní ekonomie (Friedman, 1997b), přiřknul inflaci jasně negativní konotaci, když napsal: „Inlace je nemoc, nebezpečná a někdy dokonce smrtelná nemoc. Nemoc, která když není včas rozpoznána, může zničit společnost.“ (Friedman, 2020; s. 273) Ačkoli by tedy ekonom měl být z principu indiferentní vůči jevům, jež zkoumá, a zdrženlivý v hodnocení konkrétních hospodářských politik,¹³⁴ zdá se, že inflace je případem *sui generis* – napříč přívrženci jednotlivých ekonomických

¹³⁴ Ludwig von Mises (2008; s. 8) podotýká: „Konečné rozhodnutí, hodnocení a volba cílů přesahují předmět jakékoli vědy. Věda nikdy neříká člověku, jak by měl jednat; pouze mu ukazuje, jak jednat musí, chce-li určitých cílů dosáhnout.“

škol panuje široká shoda na tom, že inflace (a to zejména ta neočekávaně vysoká) je pro společnost jako celek nežádoucí.

Již na základě toho, co bylo napsáno výše, se jeví nade vší pochybnost, že inflace nedopadá na všechny jedince identicky. A třebaže může být inflace pro některé subjekty dočasně prospěšná, je to nutně na úkor všech ostatních účastníků společnosti – jedná se pouze o hru s nulovým (ne-li dokonce záporným) součtem. Vysoká míra inflace nepředstavuje pouze čistě ekonomické, nýbrž také sociální či politické náklady. Je snadno představitelné, že inflace může prohlubovat sociální nerovnosti, když nejhůře postihuje ty, kteří jsou schopni se proti ní nejméně ochránit, jelikož nedisponují patřičnými nástroji sebeobran. I proto J. A. Schumpeter (2004; s. 462) píše: „Jeden z nejmocnějších faktorů urychlujících sociální změny je inflace.“¹³⁵

¹³⁵ Henry Hazlitt (2008; s. 147) dokonce tvrdí: „Inflace rozbíjí pavučinu stabilních ekonomických vztahů. Její neomluvitelná nespravedlnost dohání lidi k zoufalým činům. Zasívá semena fašismu a komunismu a vede lidi k požadování totalitních řešení.“

8 — Závěr

Mimořádně vysoká míra inflace, jíž jsme byli v posledních několika letech svědky jak v ČR, tak i ve většině zemí vyspělého světa, měla svůj původ jednak v nákladových šocích spojených s pandemií viru SARS-CoV-2 a válkou na Ukrajině, a jednak ve výrazných poptávkových tlacích. Navzdory hojně se vyskytujícímu opačnému přesvědčení, byly těmi nejvýznamnějšími silami pohánějícími akcelerující míru inflaci v ČR právě poptávkové faktory, jakými byly nedostatečně restriktivní měnová politika centrální banky, příliš expanzivní fiskální politika vlády, strmý růst peněžních agregátů, vysoký nárůst nominálního i reálného HDP a v neposlední řadě rovněž odukotvená inflační očekávání ekonomických subjektů.

Přestože byla ČNB jednou z prvních centrálních bank, která v reakci na postupný růst míry inflace zvýšila své úrokové sazby, razance jejích měnověpolitických kroků nebyla dostatečná. Mezi centrálními bankami panovalo mylné přesvědčení, že za vzrůstající mírou inflace stojí převážně nákladové šoky, a proto byly v utahování svých měnových podmínek poněkud zdrženlivé. Do určité míry byla tudíž zopakována chyba ze 70. let minulého století, období velké inflace, jelikož centrální banky opět podcenily riziko perzistence zvýšené míry inflace a odukotvení inflačních očekávání. Důsledkem bylo, že se zde dvojciferná míra inflace ustálila na delší dobu.

Nynější zkušenost s vysokou mírou inflace pouze potvrdila tezi, že cenová nestabilita má za následek celou řadu neodčinitelných ztrát, a je tak pro společnost jako celek nežádoucí. Domnívám se, že by bylo

dokonce záhodno znova otevřít vědeckou diskusi o tom, zda je i dnes pro centrální banky smysluplným cílem kladná (byť nízká) míra inflace, o jejíž dosažení by se měla snažit za jakýchkoli okolností. Svůj další výzkum bych proto směřoval k tématům jako například pokles cenové hladiny v ekonomikách s dlouhodobě rostoucím produkčním potenciálem a otázce, zda by centrální banka měla takový vývoj potlačovat, nebo k rakouské teorii hospodářského cyklu a jejím implikacím pro měnovou politiku.

Použitá literatura

- » 20 LET CÍLOVÁNÍ INFLACE 1998–2018 [online]. Česká národní banka, 2018 [cit. 2023-10-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/publikace/download/fact_sheet_cilovani_inflace_A4_CZ_web.pdf
- » ADAM, Tomáš, Aleš MICHL a Michal ŠKODA. Balancing Volatility and Returns in the Czech National Bank's Foreign Exchange Portfolio. *Research and Policy Notes* [online]. Česká národní banka, 2023, 2023(1) [cit. 2023-10-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/irpn/download/rpn_1_2023.pdf
- » ADAM, Tomáš a Jiří SCHWARZ. Inflace v Evropě: vysvětlení rozdílů pomocí různé cenové hladiny a energetické náročnosti. *Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-12-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Inflace-v-Evrope-vysvetleni-rozdi-lu-pomoci-ruzne-cenove-hladiny-a-energeticke-narocnosti/
- » ALBRECHT, Brian C. *Greed and Corporate Concentration Have Not Caused Inflation*. In: BOURNE, Ryan A. (ed.). *The War on Prices: How Popular Misconceptions about Inflation, Prices, and Value Create Bad Policy*. Washington, DC: CATO Institute, 2024; s. 41–51. ISBN 978-1-952223-86-0.
- » ALTIMARI, Sergio Nicoletti. Does Money Lead Inflation in the Euro Area?

- European Central Bank Working Paper Series* [online]. European Central Bank, 2001, (63) [cit. 2023-10-01]. ISSN 1561-0810. Dostupné z: doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.356101>
- » AMBRIŠKO, Róbert, Jaromír GEC, Ondřej MICHÁLEK a Jan ŠOLC. Bezprostřední dopady pandemie covid-19 na českou ekonomiku. *Zpráva o inflaci – příloha* [online]. Česká národní banka, 2020, 2020(2) [cit. 2023-11-12]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Bezprostredni-dopady-pandemie-covid-19-na-ceskou-ekonomiku/>
- » ARI, Anil, Carlos MULAS-GRANADOS, Victor MYLONAS, Lev RATNOVSKI a Wei ZHAO. One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts. *IMF Working Paper* [online]. International Monetary Fund, 2023, 23(190) [cit. 2023-12-15]. ISSN 9798400254369/1018-5941. Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/13/One-Hundred-Inflation-Shocks-Seven-Stylized-Facts-539159>
- » BABECKÝ, Jan, Philip DU CAJU, Theodora KOSMA, Martina LAWLESS, Julián MESSINA a Tairi RÖÖM. Downward Nominal Wage Rigidity: Survey Evidence from European Firms. *ECB Working Paper* [online]. European Central Bank: Wage Dynamics Network, 2009, (1105) [cit. 2023-09-17]. ISSN 1725-2806. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1499004
- » BABECKÁ-KUCHARČUKOVÁ, Oxana, Jan BRŮHA, Petr KRÁL, Martin MOTL a Jaromír TONNER. Assessment of the Nature of the Pandemic Shock: Implications for Monetary Policy. *Research and Policy Notes* [online]. Česká národní

- banka, 2022, 2022(1) [cit. 2023-11-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/irpn/download/rpn_1_2022.pdf
- » BABECKÁ-KUCHARČUKOVÁ, Oxa-na, Michal FRANTA, Dana HÁJKOVÁ, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Anca PODPIERA a Branislav SAXA. What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results. *Research and Policy Notes* [online]. Česká národní banka, 2013, 2013(1) [cit. 2023-10-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/irpn/download/rpn_1_2013.pdf
- » BARRO, Robert J. a Francesco BIANCHI. Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020–2022. *Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 2023, 2023(31838) [cit. 2023-12-18]. Dostupné z: doi:10.3386/w31838
- » BASTIAT, Frédéric. *Petice za zákaz slunce a jiné absurdity ekonomie*. Praha: Ludwig von Mises Institut, 2015. ISBN 978-80-87733-18-9.
- » BASTIAT, Frédéric. *Co je vidět a co není vidět a jiné práce*. Praha: Liberální institut & Centrum liberálních studií, 1998. ISBN 80-902270-6-6.
- » BAUMANN, Philipp F. M., Enzo ROSSI a Alexander VOLKMANN. What drives inflation and how? Evidence from additive mixed models selected by cAIC. *SNB Working Papers* [online]. Swiss National Bank, 2021, 2021(12) [cit. 2023-10-01]. ISSN 1660-7724. Dostupné z: https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2021_12/source/working_paper_2021_12.n.pdf
- » BAXA, Jaromír a Tomáš ŠESTOŘÁD. The Czech Exchange Rate Floor: Depreciation without Inflation? *Working Paper Series* [online]. Česká národní banka, 2019, 2019(1) [cit. 2023-10-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2019_01.pdf
- » BENATI, Luca. Long-run evidence on the quantity theory of money. *Discussion Papers* [online]. Bern: University of Bern, Department of Economics, 2021, 21(10) [cit. 2023-10-18]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/242861/1/dp2110.pdf>
- » BERNANKE, Ben S. The New Tools of Monetary Policy. *The American Economic Review* [online]. American Economic Association, 2020, 110(4), 943–983 [cit. 2023-10-25]. Dostupné z: https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/12/Bernanke_ASSA_lecture.pdf
- » BERNANKE, Ben S. Deflation – making sure “it” doesn’t happen here. *BIS Review* [online]. Bank for International Settlements, 2002, 2002(68), 1–8 [cit. 2023-10-14]. Dostupné z: <https://www.bis.org/review/r021126d.pdf>
- » BLANCO, Andrés, Pablo OTTONELLO a Tereza RANOSOVA. The Dynamics of Large Inflation Surges. *NBER Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 2022, 2022(30555) [cit. 2023-12-15]. Dostupné z: doi:10.3386/w30555
- » BLINDER, Alan S. The Strategy of Monetary Policy. *The Region* [online]. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1995 [cit. 2023-10-10]. Dostupné z: <https://www.minneapolisfed.org/article/1995/the-strategy-of-monetary-policy>
- » BÖHM-BAWERK, Eugen von. *The Positive Theory of Capital*. New York: G. E. Stechert & Co., 1891.
- » BORIO, Claudio, Boris HOFMANN a Egon ZAKRAJŠEK. Does money growth help explain the recent inflation surge? *BIS Bulletin* [online]. Bank for International Settlements, 2023, 2023(67) [cit. 2023-10-17]. ISSN 2708-0420. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/bisbull67.pdf>
- » BORIO, Claudio, Marco LOMBARDI, James YETMAN a Egon ZAKRAJŠEK. The two-regime view of inflation. *BIS Papers* [online]. Bank for International Settlements, 2023, 2023(133) [cit. 2023-12-23]. ISSN 1682-7651. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap133.pdf>
- » BOSKIN, Michael J., Ellen R. DULBERGER, Robert J. GORDNO, Zvi GRILICHES a Dale W. JORGENSON. *Towards a More Accurate Measure of the Cost of Living: FINAL REPORT to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission To Study The Consumer Price Index* [online]. The United States Social Security Administration, 1996 [cit. 2023-10-12]. Dostupné z: <https://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>
- » BOURNE, Ryan A. *Ekonomie v jednom viru: svět pandemie očima ekonomů*. Přeložil Dan VOŘECHOVSKÝ. Praha: Liberální institut, 2022. ISBN 978-80-86389-70-7.
- » BRŮHA, Jan, Jan ŠOLC a Natálie TOMANOVÁ. Inflation through the lens of demand factors. *Monetary Policy Report (Autumn 2022)* [online]. Česká národní banka, 2022 [cit. 2023-11-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/en/monetary-policy/monetary-policy-reports/boxes-and-articles/Inflation-through-the-lens-of-demand-factors/>
- » BRŮHA, Jan a Jaromír TONNER. An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience. *Working Paper Series* [online]. Česká národní banka, 2017, 2017(4) [cit. 2023-10-30]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2017_04.pdf
- » BRYAN, Michael. The Great Inflation. *Federal Reserve History* [online]. Federal Reserve System, 2013 [cit. 2023-09-22]. Dostupné z: <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-inflation>
- » BUTIER, William H. a Nikolaos PANIGIRTZOGLU. Liquidity Traps: How to Avoid Them and How to Escape Them. *Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 1999, 1999(7245) [cit. 2024-02-18]. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7245/w7245.pdf
- » BULLARD, James. R-StarWars: The Phantom Menace. *Annual National Association for Business Economics (NABE) Economic Policy Conference* [online]. Washington, D.C.: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2018, 34 [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: https://www.stlouisfed.org/-/media/project/frbstl/stlouisfed/files/pdfs/bullard/remarks/2018/bullard_nabe_washington_dc_26_february_2018.pdf
- » BURNS, Arthur F. *Statement by Arthur F. Burns before the Joint Economic Committee* [online]. The Federal Reserve Archival System for Economic Research (FRASER), 1974 [cit. 2023-09-25]. Dostupné z: <https://fraser.stlouisfed.org/title/statements-speeches-arthur-f-burns-449/oil-prices-international-finance-statement-joint-economic-committee-8021>
- » CANTILLON, Richard. *An Essay on Economic Theory* [online]. Auburn, Ala-

- bama: Ludwig von Mises Institute, 2010 [cit. 2023-12-24]. ISBN 978-1-61016-001-8. Dostupné z: <https://mises.org/library/essay-economic-theory-0>
- » CAO, Tong. *Paradox of Inflation: The Study on Correlation between Money Supply and Inflation in New Era* [online]. Arizona State University, 2015 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: <https://core.ac.uk/download/pdf/79576314.pdf>. Disertační práce.
- » COCHRANE, John H. *Fiscal Histories. Journal of Economic Perspectives* [online]. 2022, 36(4), 125–146 [cit. 2023-12-18]. Dostupné z: <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.36.4.125>
- » CORBETT, Michael. *Oil Shock of 1973–74. Federal Reserve History* [online]. Federal Reserve System, 2013 [cit. 2023-09-25]. Dostupné z: <https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1973-74>
- » *Co to je inflace?* [online]. Česká národní banka [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Co-to-je-inflace/>.
- » ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD – systém časových řad* [online]. [cit. 2023-10-03]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/arad/#/cs/home>
- » D'ACUNTO, Francesco, Ulrike MALMENDIER a Michael WEBER. *What Do the Data Tell Us About Inflation Expectations? NBER Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 2022, 2022(29825) [cit. 2023-10-29]. Dostupné z: doi: 10.3386/w29825
- » DONOVAN, Paul. *What profit-driven inflation might mean. UBS Insights* [online]. 2022 [cit. 2023-09-16]. Dostupné z: <https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/market-insights/paul-donovan/2022/what-profit-driven-inflation-might-mean.html>
- » DRÁBEK, Štěpán. *Mylné desatero guvernéra Michla aneb příběh inflace v ČR. Policy Analysis* [online]. Liberální institut, 2023 [cit. 2023-12-09]. Dostupné z: https://libinst.cz/wp-content/uploads/2023/05/cnb_drabek_v11.pdf
- » DVOŘÁKOVÁ, Natálie. *Origin of Current High Inflation in the Czech Economy (2022)* [online]. Praha, 2023 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://dspace.cuni.cz/bitstream/handle/20.500.11956/181956/130357317.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Bakalářská práce. Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií. Vedoucí práce Tomáš Šestořád.
- » EGEA, Fructuoso Borralló a Pedro del Río LÓPEZ. *Monetary policy strategy and inflation in Japan. Documentos Ocasionales* [online]. Madrid: Banco de España, 2021, (2116) [cit. 2023-10-14]. ISSN 1696-2230. Dostupné z: <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosOcasionales/21/Files/do2116e.pdf>
- » EUROSTAT. *Database* [online]. [cit. 2023-12-08]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/main/data/database>
- » FISHER, Irving a Harry G. BROWN. *The Purchasing Power of Money: Its Determination and Relation to Credit, Interest and Crises* [online]. New York: The Macmillan Company, 1920 [cit. 2023-09-28]. Dostupné z: <https://fraser.stlouisfed.org/title/purchasing-power-money-3610>
- » FRAIT, Jan. *Monetární makroekonomie a centrální banky v turbulentních dobách. Přednáška pro konferenci MEKON 2023* [online]. Ostrava: Česká národní banka, 2023a [cit. 2023-12-15]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Monetarni-makroekonomie-a-centralni-banky-v-turbulentnich-dobach/>
- » FRAIT, Jan. *Pominulo riziko japonizace a potřeba QQE? Seminář České společnosti ekonomické: Nekonenční měnová politika u konce s dechem? Aneb jak čtvrtstoletí vysoce uvolněné měnové politiky v Japonsku ovlivnilo makroekonomické myšlení.* [online]. Česká národní banka, 2023b [cit. 2023-10-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/_galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/frait_20231009_praha.pdf
- » FRAIT, Jan a Jakub MATĚJŮ. *Jsou úrokové sazby ve srovnání s inflací opravdu nevykly nízké? Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2023a [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Jsou-urokove-sazby-ve-srovnani-s-inflaci-opravdu-nevykly-nizke/
- » FRAIT, Jan a Jakub MATĚJŮ. *Současné měnové podmínky v ČR: přísné, nebo uvolněné? Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2023b [cit. 2023-12-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Soucasne-menove-podminky-v-CR-prisne-nebo-uvolnene/
- » FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *The Exchange Rate as an Instrument at Zero Interest Rates: The Case of the Czech Republic. Research and Policy Notes* [online]. Česká národní banka, 2014, 2014(3) [cit. 2023-10-29]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/_galleries/research_publications/irpn/download/rpn_3_2014.pdf
- » FRANTA, Michal, Jan VLČEK. *Měření rizika mzdové-inflační spirály. Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/boxy-a-clanky/Mereni-rizika-mzdove-inflacni-spiraly/>
- » FRIEDMAN, Milton a FRIEDMAN, Rose D. *Svoboda volby. Druhé, opravené a doplněné vydání. Přeložil Pavel VRECION, přeložil Viktor VRECION.* Praha: Liberální institut, 2020. ISBN 978-80-86389-66-0.
- » FRIEDMAN, Milton. *Za vším hledej peníze.* Přeložil Josef ŠÍMA. Praha: Grada, 1997a. ISBN 80-7169-480-0.
- » FRIEDMAN, Milton. *Metodologie pozitivní ekonomie.* Praha: Grada Publishing & Liberální institut, 1997b. ISBN 80-7169-521-1.
- » FRIEDMAN, Milton. *Inflationary Recession* [online]. Newsweek, 1978 [cit. 2023-09-25]. Dostupné z: <https://milton-friedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/214199/full>
- » FRIEDMAN, Milton. *Inflation and Unemployment. Nobel Memorial Lecture* [online]. 1976 [cit. 2023-09-27]. Dostupné z: <https://www.nobelprize.org/uploads/2018/06/friedman-lecture-1.pdf>
- » FRIEDMAN, Milton. *The Role of Monetary Policy. The American Economic Review* [online]. 1968, 58(1), 1–17 [cit. 2023-09-26]. Dostupné z: <https://www.aeaweb.org/aer/top20/58.1.1-17.pdf>
- » FRIEDMAN, Milton. *Inflation: Causes and Consequences* [online]. Bombay: Asia Publishing House for the Council for Economic Education, 1963 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: <https://miltonfriedman.hoover.org/>

- org/internal/media/dispatcher/271018/full
- » GHIZONI, Sandra Kollen. Nixon Ends Convertibility of U.S. Dollars to Gold and Announces Wage/Price Controls. *Federal Reserve History* [online]. Federal Reserve System, 2013 [cit. 2023-09-24]. Dostupné z: <https://www.federalreservehistory.org/essays/gold-convertibility-ends>
- » GONÇALVES, Eduardo a Gerrit KOESTER. The role of demand and supply in underlying inflation – decomposing HICPX inflation into components. *ECB Economic Bulletin* [online]. European Central Bank, 2022, 2022(7) [cit. 2023-11-21]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202207_07~8b71edbf.en.html
- » GRAEFE, Laurel. Oil Shock of 1978–79. *Federal Reserve History* [online]. Federal Reserve System, 2013 [cit. 2023-09-25]. Dostupné z: <https://www.federalreservehistory.org/essays/oil-shock-of-1978-79>
- » GRAUWE, Paul De a Magdalena POLAN. Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon? *The Scandinavian Journal of Economics* [online]. 2005, 107(2), 239–259 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: <https://www.jstor.org/stable/3441104>
- » GREENSPAN, Alan. Transparency in monetary policy. *BIS Review* [online]. Bank for International Settlements, 2001, 2001(83) [cit. 2023-10-10]. Dostupné z: <https://www.bis.org/review/r011012a.pdf>
- » HANSEN, Niels-Jakob, Frederik TO-SCANI a Jing ZHOU. Europe's Inflation Outlook Depends on How Corporate Profits Absorb Wage Gains. *IMF Blog: Chart of the Week* [online]. 2023 [cit. 2023-09-17]. Dostupné z: [https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-out-](https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-outlook-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains)
- [look-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains](https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/26/europes-inflation-outlook-depends-on-how-corporate-profits-absorb-wage-gains)
- » *Harmonizované peněžní agregáty České republiky* [online]. Česká národní banka [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/metodicke-poznamky/harmonizovane-penezni-agregaty-ceske-republiky/
- » HAYEK, Friedrich August von. *Osudná domýšlivost: omyly socialismu*. Druhé vydání. Přeložil Jana OGROCKÁ. Praha: Liberální institut, 2022. ISBN 978-80-86389-71-4.
- » HAYEK, Friedrich August von. *Individualismus a ekonomický řád*. Přeložil Jan Horych. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2019. ISBN 978-80-7598-429-6.
- » HAYEK, Friedrich August von. *Choice in Currency: A Way to Stop Inflation* [online]. London: The Institute of Economic Affairs & The Ludwig von Mises Institute, 2009 [cit. 2023-09-23]. ISBN 255 36078-9. Dostupné z: <https://mises.org/library/choice-currency-0>
- » HAYEK, Friedrich August von. *Prices and Production and Other Works: F. A. Hayek on Money, the Business Cycle, and the Gold Standard* [online]. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2008 [cit. 2023-10-01]. ISBN 978-1-933550-22-0. Dostupné z: <https://mises.org/library/prices-and-production-and-other-works>
- » HAYEK, Friedrich August von, WE-NAR, Leif a KRESGE, Stephen (ed.). *Autobiografické rozhovory*. Přeložil Veronika MACHOVÁ. Brno: Barrister & Principal, 2002. ISBN 80-86598-16-0.
- » HAYEK, Friedrich August von. Teorie složitých jevů. In: JEŽEK, Tomáš. *Zásady liberálního řádu*. Praha: Academia, 2001; s. 90–109. ISBN 80-200-0852-7.
- » HAYEK, Friedrich August von. *Soukromé peníze: potřebujeme centrální banku?* Přeložil Miroslav ZAJÍČEK, přeložil Martin DVORÁČEK. Praha: Liberální institut, 1999a. ISBN 80-902701-1-5.
- » HAYEK, Friedrich August von. Historie a politika. *Laissez-Faire* [online]. Liberální institut, 1999b, 1999(5), 1–3 [cit. 2023-12-01]. Dostupné z: <https://libinst.cz/historie-a-politika/>
- » HAYEK, Friedrich August von. *Can We Still Avoid Inflation?* In: Ebeling, Richard M. The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays [online]. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 1996; s. 93–110 [cit. 2023-11-11]. ISBN 0-945466-21-8. Dostupné z: <https://mises.org/library/can-we-still-avoid-inflation>
- » HAYEK, Friedrich August von. *Kontrarevoluce vědy*. Přeložil Danica SLOUKOVÁ, přeložil Ján PAVLÍK. Praha: Liberální institut, 1995. ISBN 80-85787-87-3.
- » HAYEK, Friedrich August von. *Cesta do otroctví*. 2. vyd., V ČSFR 1. vyd. Přeložil Tomáš JEŽEK. Praha: Academia, 1990. ISBN 80-200-0264-2.
- » HAYEK, Friedrich August von. How to deal with inflation. *The Times* [online]. 1980; s. 16 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: <https://www.margarethatcher.org/document/114503>
- » HAYEK, Friedrich August von. The Pretence of Knowledge. *Nobel Memorial Lecture* [online]. 1974 [cit. 2023-09-27]. Dostupné z: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1974/hayek/lecture/>
- » HAYEK, Friedrich August von. *Profits, Interests, and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations*. New York, Augustus M. Kelley Publishers, 1969.
- » HAYEK, Friedrich August von. *The Constitution of Liberty* [online]. Chicago: The University of Chicago Press, 1960 [cit. 2023-11-24]. Dostupné z: <https://www.mises.at/static/literatur/Buch/hayek-the-constitution-of-liberty.pdf>
- » HAYEK, Friedrich August von. *The sensory order: an inquiry into the foundations of theoretical psychology*. Chicago: University of Chicago Press, 1952.
- » HAYEK, Friedrich August von. Full Employment, Planning and Inflation. *Institute of Public Affairs Review* [online]. 1950, 4, 174–184 [cit. 2023-09-26]. Dostupné z: https://ipa.org.au/wp-content/uploads/archive/1213679484_document_review4-6_hayek-fullemployment.pdf
- » HAYEK, Friedrich August von. The Facts of the Social Sciences. *Ethics* [online]. 1943, 54(1), 1–13 [cit. 2023-08-27]. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/2989047>.
- » HAYEK, Friedrich August von. The Trend of Economic Thinking. *Economica* [online]. 1933, (40), 121–137 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/2548761>.
- » HAZLITT, Henry. *Ekonomie v jedné lekci*. Praha: Alfa nakladatelství & Liberální institut, 2008. ISBN 978-80-87197-05-9.
- » HAZLITT, Henry. *What You Should Know About Inflation* [online]. Druhé vydání. PRINCETON: D. VAN NOSTRAND COMPANY, 1964 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: https://cdn.mises.org/What%20You%20Should%20Know%20About%20Inflation_3.pdf.
- » HETZEL, Robert L. Launch of the Bretton Woods System. *Federal Reserve History* [online]. Federal Reserve System, 2013 [cit. 2023-09-24]. Dostupné z: <https://www.federalreservehistory.org/essays/bretton-woods-system>

- www.federalreservehistory.org/essays/bretton-woods-launched
- » HOLUB, Tomáš. Recent Inflation Surge: Lessons for Monetary Policy Conduct. *19th International Conference on Finance and Banking* [online]. Silesian University, Karviná, Czech Republic: Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-10-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/public/.galleries/media_service/conferences/speeches/download/holub_20231018_karvina.pdf
- » HOLUB, Tomáš. Monetary policy since 1970s: There and back again? *CERGE Seminar* [online]. Česká národní banka, 2022 [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/public/.galleries/media_service/conferences/speeches/download/holub_20221026_cergeei.pdf
- » HOLUB, Tomáš a Karel MUSIL. Měnová politika ČNB: Hladké přistání z kurzového závazku ve zpětném pohledu. *Měnová politika: Oslabení koruny* [online]. Česká národní banka, 2018 [cit. 2023-11-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Menova-politika-CNB-Hladke-pristani-z-kurzoveho-zavazku-ve-zpetnem-pohledu/
- » HOLUB, Tomáš. Tak trochu netradiční blog o tištění peněz aneb Reportáž psaná na rotačce. *Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2016 [cit. 2023-10-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Tak-trochu-netradicni-blog-o-tisten-penez-aneb-Reportaz-psana-na-rotacce/
- » HORÁK, Petr. *Proč centrální banky cílí pozitivní a nikoliv nulovou inflaci?* [online]. Praha, 2015 [cit. 2023-10-12]. Dostupné z: <https://katalog.vse.cz/Record/000299484>. Bakalářská práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce Pavel Potužák.
- » HORWITZ, Steven. *Úvod do rakouské ekonomie*. Přeložil Filip BLAHA, přeložil Ondřej CHLUBNA. Chocenice: Students for Liberty CZ, 2023. ISBN 978-80-905876-2-5.
- » HOŠEK, Jan a Luboš KOMÁREK. Mediánová inflace – alternativní měřítko cenového vývoje v ČR. *Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-12-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Medianova-inflace-alternativni-meritko-cenoveho-vyvoje-v-cr/
- » HUERTA DE SOTO, Jesús. *Peníze, banky a hospodářské krize*. Praha: ASPI & Liberální institut, 2009. ISBN 978-80-7357-411-6.
- » HUME, David. *Of Money* [online]. 1752 [cit. 2023-09-28]. Dostupné z: <https://davidhume.org/texts/pld/mo>
- » *Inflační očekávání finančního trhu 12/2023* [online]. Česká národní banka, 2023, 2023(12) [cit. 2023-12-29]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financni-trhy/.galleries/inflacni_ockavani_ft/inflacni_ockavani_ft_2023/C_inflocek_12_2023.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financni-trhy/.galleries/inflacni-ockavani_ft/inflacni_ockavani_ft_2023/C_inflocek_12_2023.pdf)
- » JEVONS, William Stanley. *Money and The Mechanism of Exchange* [online]. New York: D. Appleton and Company, 1896 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: <https://mises.org/library/money-and-mechanism-exchange>
- » JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice I.: Peníze a platební styk*. Praha: Grada Publishing, 2013. ISBN 978-80-247-3893-2.
- » JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004. ISBN 80-247-0769-1.
- » KÁBRT, Martin. Nerovný dopad inflace na české domácnosti: poznatky z národních účtů. *ČnBlog: Měnová politika – Odborné publikace* [online]. Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-09-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Nerovny-dopad-inflace-na-ceske-domacnosti-poznatky-z-narodnich-uctu/
- » KARPIŠ, Juraj. *Špatné peníze: průvodce krizí*. Přeložil Andrea HOLÚBKOVÁ-MACHÁLKOVÁ. Plzeň: F&R, 2021. ISBN 978-80-907962-0-1.
- » KESELIOVÁ, Tatiana, Tomáš POKORNÝ, Jan SYROVÁTKA, Stanislav TVRZ a Jan ŽÁČEK. Vyhodnocení plnění inflačního cíle v posledních dvou letech. *Zpráva o měnové politice (zima 2023)* [online]. Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/boxy-a-clanky/Vyhodnoceni-plneni-inflacniho-cile-vnbspposlednich-dvou-letech/>
- » KEYNES, John Maynard. *Obečná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. Přeložil Lenka HUŠÁKOVÁ. Praha: Cicero, 2020. ISBN 978-80-270-7399-3.
- » KEYNES, John Maynard. *The Economic Consequences of the Peace*. Londýn: Macmillan & Co., Limited, 1919.
- » KING, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. Reprint Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2017. ISBN 978-0-393-24702-2.
- » KIRZNER, Israel. *Jak fungují trhy*. Přeložil Josef Šíma. Praha: Liberální institut & Centrum liberálních studií, 1998. ISBN 80-902270-5-8.
- » KOMÁREK, Luboš. Agresivita centrálních bank: facelift pro 21. století. *Přednáška pro studenty a pedagogy* [online]. Ostrava: Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-12-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/komarek_20231212_ostrava.pdf
- » KRÁL, Petr. Měnová politika ČNB v prostředí vysokého přebytku likvidity v českém bankovním sektoru. *ČSE debatuje: Panelová diskuze ČSE* [online]. Česká národní banka, 2022 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: https://www.cse.cz/files/public/20221014/CSE%20debatuje_Kral.pdf
- » KRÁL, Petr. Nárůst bilance ČNB neznamena tištění nových peněz. *Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2016 [cit. 2023-10-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Narust-bilance-CNB-neznamena-tisten-novych-penez/
- » KRUGMAN, Paul R., Kathryn M. DOMINIQUEZ a Kenneth ROGOFF. It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap. *Brookings Papers on Economic Activity* [online]. The Johns Hopkins University Press, 1998, 1998(2), 137–205 [cit. 2023-10-26]. Dostupné z: <https://doi.org/10.2307/2534694>
- » LÍZAL, Lubomír. Cenová stabilita versus stabilita cen. *Měnová politika* [online]. Česká národní banka, 2014 [cit. 2023-10-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Cenova-stabilita-versus-stabilita-cen/
- » LOCKE, John. *Esej o lidském rozumu*. Přeložil Anna DOKULILOVÁ. Praha: Svoboda, 1984.
- » LOPEZ, David A. The Great Inflation: A Historical Overview and Lessons Learned. *Page One Economics Newsletter* [online]. Federal Reserve Bank of St. Louis, 2012 [cit. 2023-09-26]. Dostupné z: https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/pageone-economics/uploads/newsletter/2012/PageOne1012_Great_Inflation.pdf

- » MANDEL, Martin. Dlouhá devizová pozice centrální banky jako příčina přebytku bankovní likvidity. *ČSE debatuje: panelová diskuze ČSE* [online]. Česká společnost ekonomická, 2022 [cit. 2023-12-13]. Dostupné z: https://www.cse.cz/files/public/20221014/CSE%20debatuje_Mandel.pdf
- » MANDEL, Martin a TOMŠÍK, Vladimír. *Monetární ekonomie v období konvergence a krize*. Praha: Management Press, 2018. ISBN 978-80-7261-545-2.
- » MANDEL, Martin a TOMŠÍK, Vladimír. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozšířené vydání. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.
- » MANKIW, Gregory N. *Macroeconomics, 7th edition*. New York: Worth Publishers, 2010. ISBN 978-1-4292-1887-0.
- » MANKIW, Gregory N. *Zásady ekonomie* (dotisk). Přeložil Milan SOJKA a kolektiv. Praha: Grada, 2009. ISBN 978-80-7169-891-3.
- » MAŠEK, František. *Monetary Policy Regimes: A DSGE Model Approach* [online]. Praha, 2019 [cit. 2023-10-25]. Dostupné z: <https://vskp.vse.cz/78983>. Diplomová práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce Pavel Potužák.
- » MATĚJKOVÁ, Lucie. Inflační cíle vybraných centrálních bank. *Monitoring centrálních bank (červen 2021): Téma pod lupou* [online]. 2021. Česká národní banka [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Inflacni-cile-vybranych-centralnich-bank/.
- » MCCALLUM, Bennett T. The Present and Future of Monetary Policy Rules. *NBER Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 2000, (9421) [cit. 2023-09-18]. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7916/w7916.pdf
- » MCLEAY, Michael, Amar RADIA a Ryland THOMAS. Money Creation in the Modern Economy. *Quarterly Bulletin 2014 Q1* [online]. Bank of England, 2014 [cit. 2023-10-09]. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boefiles/quarterly-bulletin/2014/money-creation-in-the-modern-economy.pdf>
- » MENER, Carl. *Principles of Economics* [online]. Auburn, Alabama: Ludwig von Mises Institute, 2007 [cit. 2023-08-22]. ISBN 978-1-61016-202-9. Dostupné z: https://cdn.mises.org/principles_of_economics.pdf.
- » MENER, Carl. On the Origin of Money. *The Economic Journal* [online]. JSTOR, 1892, 2(6), 239–255 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: doi: <https://doi.org/10.2307/2956146>
- » MICHL, Aleš. Cesta k cíli III. *Diskusní fórum ČNB 2023* [online]. Zlín: Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-12-13]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Cesta-k-cili-III/>
- » MISES, Ludwig von. *Lidské jednání: pojednání o ekonomii*. Druhé vydání. Přeložil Josef ŠÍMA. Praha: Liberální institut, 2018. ISBN 978-80-86389-61-5.
- » MISES, Ludwig von. *Hospodářská politika: myšlenky pro dnešek a zítřek*. Přeložil Martin LEŠKO, přeložil Ondřej ŠPALEK, přeložil Jakub SKALA. Praha: Ludwig von Mises Institut, 2014. ISBN 978-80-87733-11-0.
- » MISES, Ludwig von. Ekonomická kalkulace v socialistickém společenství. In: BOETTKE, Peter. *Robustní politická ekonomie pro 21. století*. Praha: Wolters Kluwer Česká republika; Cevro Institut, 2011; s. 294–319. ISBN 978-80-7357-619-6.
- » MISES, Ludwig von. *Antikapitalistická mentalita*. Přeložil Jiří PILUCHA. Praha: Občanský institut, 1994. ISBN 80-901659-0-7.
- » MISES, Ludwig von. *Economic Freedom and Interventionism* [online]. New York: Foundation for Economic Education, 1990 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://mises.org/library/economic-freedom-and-interventionism>.
- » MISES, Ludwig von. *The Theory of Money and Credit* [online]. New Haven: Yale University Press, 1953 [cit. 2023-08-21]. ISBN 978-1-933550-55-8. Dostupné z: <https://cdn.mises.org/Theory%20of%20Money%20and%20Credit.pdf>.
- » MOLNÁR, Vojtěch. Bank of Japan: Trnitá cesta k inflačnímu cíli. *Monitoring centrálních bank (červen 2022): Téma pod lupou* [online]. Česká národní banka, 2022, 9–13 [cit. 2023-10-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring_centralnich_bank/2202_mcb.pdf
- » MOLNÁR, Vojtěch. Inflační očekávání. *Monitoring centrálních bank (prosinec 2021): Téma pod lupou* [online]. Česká národní banka, 2022, 2021(IV), 9–13 [cit. 2023-12-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnbblog/Inflacni-ocekavani/
- » MUSIL, Petr a Daniel BARTA. *Průvodce světem deficitů veřejných rozpočtů* [online]. Národní rozpočtová rada, 2023 [cit. 2023-12-18]. Dostupné z: <https://www.rozpocetovarada.cz/nrr-vydala-edukacni-material-pruvodce-svetem-deficitu/>
- » Navigating the disinflation journey. *Annual Economic Report* [online]. Bank for International Settlements, 2023, 1–39 [cit. 2023-09-17]. ISSN 2616-9436 (online). Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e1.pdf>
- » NIETZSCHE, Friedrich. *O pravdě a lži ve smyslu nikoli morálním*. Třetí vydání. Oikumené. Malá řada. Praha: OIKOYMENH, 2017. ISBN 978-80-7298-527-2.
- » Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky [online]. Česká národní banka, 2007 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/strategicke_dokumenty/inflacni_cil_cnb_2010.pdf.
- » Odhady čtvrtletních národních účtů v České republice: Popis datových zdrojů a metod používaných při sestavení čtvrtletních národních účtů (Čtvrtletní odhad HDP) [online]. Český statistický úřad: Odbor národních účtů, 2016 [cit. 2023-09-17]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produkthdp
- » ORPHANIDES, Athanasios. Monetary Policy Rules and the Great Inflation. *American Economic Review* [online]. 2002, 92(2), 115–120 [cit. 2023-09-25]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/pubs/feds/2002/200208/200208pap.pdf>
- » PADRNOS, Martin. *Dopady pandemie COVID-19 na ekonomiku ČR* [online]. 2023 [cit. 2023-11-13]. Dostupné z: https://vskp.vse.cz/91173_dopady-pandemie-covid-19-na-ekonomiku-cr?page=1. Bakalářská práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Vedoucí práce Tomáš Pokorný.
- » PHILLIPS, A. W. The Relationship Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica*. 1958, 25, 283–299.
- » POPPER, Karl R. *Bída historicismu*. 2.,

- opravené vydání. Praha: OIKOYMENH, 2008. ISBN 80-7298-007-6.
- » POPPER, Karl R. *Věčné hledání: intelektuální autobiografie*. Přeložil Jana ODEHNALOVÁ. Praha: Prostor, 1995. Portréty (Prostor). ISBN 80-85241-92-7.
- » POTUŽÁK, Pavel. *Austrian Theory of Capital and Business Cycle: A Modern Approach*. Palgrave Macmillan, 2022. ISBN 978-3031187278.
- » POTUŽÁK, Pavel. Price Level Stabilization: Hayek contra Mainstream Economics. *Prague Economic Papers* [online]. 2018a, 27(4), 1–30 [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: doi: 10.18267/j.ppek.668
- » POTUŽÁK, Pavel. Stimuluje spotřebu v situaci nulové nominální úrokové míry zvýšení inflačních očekávání? *Politická ekonomie* [online]. 2018b, 66(6), 751–775 [cit. 2023-10-25]. Dostupné z: doi: 10.18267/j.ppek.1221
- » POTUŽÁK, Pavel. *Capital and The Monetary Business Cycle Theory: Essays on The Austrian Theory of Capital, Interest, and Business Cycle* [online]. Praha, 2015 [cit. 2023-9-27]. Disertační práce. Vysoká škola ekonomická v Praze, Národohospodářská fakulta. Dostupné z: <https://vskp.vse.cz/49157>
- » POTUŽÁK, Pavel. Hayekova teorie lidské mysli. *E-LOGOS* [online]. 2013, 20(1), 1–38 [cit. 2023-08-25]. Dostupné z: doi: 10.18267/j.e-logos.344
- » Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. *Rozhodnutí bankovní rady* [online]. Česká národní banka, 2022a [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisky-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1655910000000/?tab=statement>.
- » Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. *Rozhodnutí bankovní rady* [online]. Česká národní banka, 2022b [cit. 2023-10-22]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisky-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1659625200000/?tab=statement>
- » Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. *Rozhodnutí bankovní rady* [online]. Česká národní banka, 2021b [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisky-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1624460400000/?tab=statement>.
- » Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. *Rozhodnutí bankovní rady* [online]. Česká národní banka, 2020b [cit. 2023-11-12]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisky-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1585238400000/?tab=statement>
- » Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. *Rozhodnutí bankovní rady* [online]. Česká národní banka, 2020c [cit. 2023-11-12]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisky-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1588863600000/?tab=statement>
- » REIS, Ricardo. Funding Quantitative Easing to Target Inflation. *Discussion Papers* [online]. Centre for Macroeconomics (CFM), 2016, (1626) [cit. 2023-10-26]. Dostupné z: https://personal.lse.ac.uk/reis/papers/16-jh_qe.pdf
- » REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 1999. ISBN 80-85943-89-1.
- » REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK, Petr DVOŘÁK a Jaroslav BRADA. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 3. vydání. Praha: Management Press, 2004. ISBN 80-7261-031-7.
- » ROTHBARD, Murray Newton. *Zásady ekonomie: od lidského jednání k harmonii trhů*. Přeložil Josef ŠÍMA. Praha: Liberální institut, 2005. ISBN 80-86389-27-8.
- » ROTHBARD, Murray N. *Peníze v rukou státu*. Přeložil Josef ŠÍMA. Praha: Liberální institut, 2001. ISBN 80-86389-12-X.
- » RYSKA, Pavel. *The Empirics of Deflation and Economic Growth* [online]. 2018 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://dspace.cuni.cz/bitstream/handle/20.500.11956/103014/140069236.pdf?sequence=1&isAllowed=y>. Disertační práce. Univerzita Karlova, Fakulta sociálních věd, Institut ekonomických studií. Vedoucí práce Josef Šíma.
- » SALERNO, Joseph T. An Austrian Taxonomy of Deflation—With Applications to the U.S. *Quarterly Journal of Austrian Economics* [online]. 2003, 6(4), 81–109 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4083838.
- » *Sborník vyjádření členů bankovní rady k oslabení koruny* [online]. Česká národní banka, 2014 [cit. 2023-10-30]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf
- » SCHNABEL, Isabel. Money and inflation. *Thünen Lecture by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the annual conference of the Verein für Socialpolitik* [online]. Regensburg: European Central Bank, 2023 [cit. 2023-10-17]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230925_1~7ad8ef22e2.en.html
- » SCHUMPETER, Joseph Alois. *Kapitalismus, socialismus a demokracie*. Brno: Centrum pro studium demokracie a kultury, 2004. ISBN 80-7325-044-6.
- » SCHUMPETER, Joseph Alois. *History of Economic Analysis*. Oxford University Press, 1954.
- » SELGIN, George A. *Less than Zero: The Case for a Falling Price Level in a Growing Economy* [online]. Londýn: The Institute of Economic Affairs, 1997 [cit. 2023-10-15]. ISBN 0-255 36402-4. Dostupné z: <https://mises.org/library/less-zero-case-falling-price-level-growing-economy-0>
- » SHAPIRO, Adam Hale. How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? *FRBSF Economic Letter* [online]. Federal Reserve Bank of San Francisco, 2022, 2022(15) [cit. 2023-11-21]. Dostupné z: <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2022/june/how-much-do-supply-and-demand-drive-inflation/>
- » SKOŘEPA, Michal. *Ekonomické jednohubky: odpovědi na 50 důležitých otázek ekonomie a financí*. Praha: Grada, 2023. ISBN 978-80-271-3901-9.
- » SMITH, Adam. *Pojednání o podstatě a původu bohatství národů*. Přeložil Vladimír IRGL, přeložil Alena JINDROVÁ, přeložil Josef PYTELKA, přeložil Sergej TRYML. Praha: Liberální institut, 2016. ISBN 978-80-86389-60-8.
- » SOJKA, Milan. Postkeynesovská teorie peněz, peněžní a úvěrová politika a postavení centrální banky. *Working paper UK FSV – IES*. 2002, (20).
- » *Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2023* [online]. Český statistický úřad, 2023 [cit.

- 2023-10-12]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot_kos2023.pdf/0955a34e-52b0-4d4c-abb7-cf10f031410b?version=1.1
- » SVENSSON, Lars E. O. Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others. *Journal of Economic Perspectives* [online]. 2003, 17(4), 145–166 [cit. 2023-10-26]. Dostupné z: doi: 10.1257/089533003772034934
- » SVENSSON, Lars E. O. What Is Wrong with Taylor Rules? Using Judgment in Monetary Policy through Targeting Rules. *Journal of Economic Literature* [online]. 2002, 41(2), 426–477 [cit. 2023-09-18]. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w9421/w9421.pdf
- » SVENSSON, Lars E. O. How Should Monetary Policy Be Conducted in an Era of Price Stability? *NBER Working Paper* [online]. 2000a, (7516) [cit. 2023-10-10]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=216490
- » SVENSSON, Lars E. O. The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap. *NBER Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 2000b, (7957) [cit. 2023-10-25]. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w7957/w7957.pdf
- » SVENSSON, Lars E. O. Price Level Targeting vs. Inflation Targeting: A Free Lunch? *Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 1996, 1996(5719) [cit. 2023-10-11]. Dostupné z: doi: 10.3386/w5719
- » ŠÍMA, Josef. Deflate – definiční znak zdravé ekonomiky. *Finance a úvěr* [online]. 2002, 52(10), 539–549 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: https://journal.fsv.cuni.cz/storage/683_539_549.pdf.
- » ŠÍMA, Josef. *Trh v čase a prostoru: hayekovská témata v současné ekonomii*. Praha: Liberální institut, 2000. ISBN 80-86389-09-X.
- » ŠÍMA, Josef, ed. *Jerry Jordan: Změněná úloha centrálních bank v XXI. století*. Praha: Liberální institut, 1999. ISBN 978-80-86389-01-4.
- » ŠNOBL, Radek. Inflační očekávání domácností pod drobnohledem – jak české domácnosti vnímají inflaci a jak o ní přemýšlí do budoucna? *Měnová politika* [online]. 2023: Česká národní banka [cit. 2023-12-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Inflacni-ocekavani-domacnosti-pod-drobnohledem-jak-ceske-domacnosti-vnimaji-inflaci-a-jak-o-ni-premysli-do-budoucnosti
- » ŠOLC, Jan a Natálie TOMANOVÁ. Odlišnosti v měření růstu spotřebitelských cen z pohledu národního konceptu (CPI) oproti harmonizovanému indexu EU (HICP). *Zpráva o měnové politice (podzim 2021)* [online]. Česká národní banka, 2021 [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/boxy-a-clanky/Odlisnosti-v-mereni-rustu-spotrebitelskych-cen-z-pohledu-narodniho-konceptu-CPI-oproti-harmonizovanemu-indexu-EU-HICP/>.
- » TAYLOR, John B. Discretion versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* [online]. 1993, 39, 195–214 [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: https://web.stanford.edu/~johntayl/Onlinepaperscombined-byyear/1993/Discretion_versus_Policy_Rules_in_Practice.pdf
- » TÁBORSKÝ, František. Aplikace Taylorova pravidla na měnovou politiku ČNB. *Politická ekonomie* [online]. 2020, 68(4), 630-649 [cit. 2023-08-26]. Dostupné z: doi: 10.18267/j.polek.1296.
- » The Great Inflation: Lessons for Monetary Policy. *ECB Monthly Bulletin: May* [online]. European Central Bank, 2010, 99–110 [cit. 2023-09-24]. ISSN 1725-2822. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mopo_strat_art1.pdf?b19aa-418314b36e5c21fe296a788b20b
- » The transmission mechanism of monetary policy. *Bank of England Quarterly Bulletin* [online]. Bank of England, 1999, 1999(5) [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1999/the-transmission-mechanism-of-monetary-policy>
- » TOMŠÍK, Vladimír. *Ekonomie a zdravý rozum*. Praha: Fragment, 2011. ISBN 978-80-253-1393-0.
- » Uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle na úpravu nepřímých daní [online]. Česká národní banka, 2007 [cit. 2023-08-26]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Uplatnovani-vyjimek-z-plneni-inflacniho-cile-na-upravu-nepriomyh-dani>.
- » WITTGENSTEIN, Ludwig. *Tractatus logico-philosophicus*. 2., opravené vydání. Praha: Oikoymenth, 2017. ISBN 978-80-7298-241-7.
- » WOODFORD, Michael. Central Bank Communication and Policy Effectiveness. *NBER Working Paper Series* [online]. National Bureau of Economic Research, 2005, (11898) [cit. 2023-12-01]. Dostupné z: doi: 10.3386/w11898
- » WOODFORD, Michael. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003. ISBN 0-691-01049-8.
- » YELLEN, Janet L. *The Goals of Monetary Policy and How We Pursue Them: a speech at the Commonwealth Club, San Francisco, California, January 18, 2017a* [online]. The Federal Reserve, 2017 [cit. 2023-10-10]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170118a.htm>
- » YELLEN, Janet L. Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy. *Annual Meeting of the National Association for Business Economics* [online]. Ohio: Federal Reserve System, 2017b, 59 [cit. 2023-10-23]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170926a.htm>
- » YELLEN, Janet L. *The Economic Outlook and the Conduct of Monetary Policy* [online]. Kalifornie: Federal Reserve System, 2017c [cit. 2023-10-26]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20170119a.htm>
- » ZAMRAZILOVÁ, Eva. Měnová politika: krátkodobá stabilizace versus dlouhodobá rizika. *Politická ekonomie* [online]. 2014, 62(1), 3–31 [cit. 2023-10-26]. Dostupné z: https://polek.vse.cz/artkey/pol-201401-0001_Menova-politika-kratkodoba-stabilizace-versus-dlouhodobaa-rizika.php
- » Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 16. března 2020 [online]. Česká národní banka, 2020a [cit. 2023-11-12]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/br-zapisy-z-jednani/Rozhodnuti-bankovni-rady-CNB-1584375300000/?t=ab=record>
- » Zpráva o měnové politice: léto 2021 [online]. 2021a. Česká národní banka [cit. 2023-08-21]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/zpravy_o_menove_politice/2021/2021_leto/download/zomp_2021_leto.pdf.

Doplňkové eseje

— Co Česká národní banka učinila dobře a v čem naopak pochybila? Aneb zpětné vyhodnocení měnové politiky ČNB

1. 5. 2024
Štěpán Drábek

Jednou z hlavních výhod vysoké transparency měnové politiky České národní banky (ČNB) je fakt, že lze zkoumat, který z vrcholných představitelů této instituce kdy zastával které názory a jak následně sám jednal. Výhoda zpětného pohledu nám zároveň umožňuje analyzovat, zda byla učiněná rozhodnutí těmi správnými a případně také to, které alternativní kroky by byly ještě příhodnější.

Někdejší guvernér Bank of England Mervyn King deklaruje, že pro praktickou měnovou politiku je příznačný proces nepřetržitého učení.¹ To konkrétně vypadá například tak, že díky stále vzrůstajícímu množství nabytých zkušeností se zlepšuje prognostický aparát centrální banky a kvalita jejích makroekonomických modelů. Platí však, že ty možná nejužitečnější lekce měnová autorita získává tak, že v určitém ohledu pochybí a následně rozpozná, co učinila nesprávně, a uvědomí

¹ KING, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. Reprint Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2017. ISBN 978-0-393-24702-2. Str. 169.

si, jak podobným chybám do budoucna předejít. Člen bankovní rady ČNB Tomáš Holub proto trefně praví, že „boj za cenovou stabilitu je nekončící proces“.²

Velmi cenné lekce přitom skýtá samotná poslední, nedávno ukončená, epizoda zvýšené míry inflace. Díky tomu, že je již tato trpká perioda ukončena, můžeme vyhodnotit její průběh či události, které jí předcházely. Pokud bychom této cenné příležitosti nevyužili, lze je stěží doufat v možnost se z nedávných chyb poučit a využít je pro dodatečné zlepšení budoucího rozhodování v měnové politice.

Věčný mýtus čistě nákladové inflace

Není pochyb o tom, že za vysokou mírou inflace stály z velké části nákladové šoky v podobě zpřetrhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců v době nejvíce zasažené covidem a bezprostředními dopady války na Ukrajině. Monetární historie nás však učí, že význam inflačních tlaků na straně nabídky není radno příliš přeceňovat.

Distinkce mezi poptávkovými a nabídkovými silami vyvolávající inflaci je zásadní z jednoduchého důvodu. Zatímco poptávkovou inflaci může centrální banka snadno tlumit zpřísněním své měnové politiky (tj. zvýšením reálné úrokové míry v ekonomice), inflaci poháněnou výlučně nákladovými šoky dokáže zbrzdit jen stěží. A kdyby tak náhodou učinila, bylo by to za cenu nežádoucího rozkolísání ekonomické aktivity v krátkém období. V takové situaci proto centrální banka uplatňuje tzv. výjimku z plnění inflačního cíle a snaží se vyčkat, až onen nákladový šok dočasné povahy pomine.³

2 HOLUB, Tomáš, DRÁBEK, Štěpán (ed.). *Tomáš Holub: Boj za cenovou stabilitu je nekončící proces*. Online. Roklen24. 5. 3. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Tomas-Holub-Boj-za-cenovou-stabilitu-je-nekoncici-proces/>. [cit. 2024-10-21].

3 Viz ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle*

Pravdou však je, že takováto ryze náklady tažená inflace je spíše raritou. Za vysokou mírou inflace obvykle stojí kombinace poptávkových a nabídkových faktorů, přičemž ty poptávkové zpravidla (ale ne nutně vždy) nad nabídkovými převažují. To byl ostatně také případ ČR v posledních pár letech.

Měnověpolitický alibismus

Bankovní radní ČNB Tomáš Holub konstatuje, že lidé mají přirozenou tendenci věřit, že se problémy vyřeší samy bez jejich přičinění.⁴ A to je také důvod, proč je daleko příjemnější žít v domněni a bona fide doufat, že nějaký šok po čase zmizí než si připustit, že se jedná o fundamentální problém, jehož pomyslné kořínky sahají mnohem hlouběji.

Výše popsany psychologický efekt (tzv. „wishful thinking“) jsme mohli spatřit v rétorice centrálních bankéřů v posledních letech. Památnými se stala třeba slova prezidentky Evropské centrální banky (ECB) Christine Lagardeové o tom, že zvýšená míra inflace bude pouze „dočasnou záležitostí“.⁵ Něco podobného jsme mohli vidět i v našich končinách, když někteří členové bankovní rady argumentovali tím, že za vzrůstající mírou inflace stojí zcela dominantně nabídkové

na úpravy nepřímých daní. Online. Zpráva o inflaci II/2017 – Příloha. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Uplatnovani-vyjimek-z-plneni-inflacniho-cile-na-upravy-neprimych-dani>. [cit. 2024-10-21].

4 HOLUB, Tomáš, DRÁBEK, Štěpán (ed.). *Tomáš Holub: Boj za cenovou stabilitu je nekončící proces*. Online. Roklen24. 5. 3. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Tomas-Holub-Boj-za-cenovou-stabilitu-je-nekoncici-proces/>. [cit. 2024-10-21].

5 BLOOMBERG TELEVISION. *ECB's Lagarde: 2021 Inflation Rises Are of Temporary Nature*. Online. 2021. Dostupné z: Youtube, <https://youtu.be/EptFKFGsssi>. [cit. 2024-10-21].

síly, a tak není třeba na ni jakkoli razantně reagovat. Nyní je nade vši pochybnost, že tento přístup nebyl správný, a to už jen proto, že se zakládal na chybném předpokladu.

Jak přísná byla měnová politika ČNB?

Nyní již nadešel čas vyhodnotit, do jaké míry byla dezinflační politika ČNB zdárná. Nejdříve je však třeba poznamenat, že ačkoli je míra inflace v ČR několik posledních měsíců v bezpečném teritoriu tolerančního pásma inflačního cíle ČNB (tj. $2\% \pm 1\text{ p. b.}$), nejedná se nutně o úspěch, který by bylo záhodno slavit. A to nikoli pouze proto, že stále existují určité cenové okruhy (jde zejména o ceny služeb v rámci tzv. jádrové inflace), o nichž se nedá říci, že by vykazovaly známky stability.

Jizva, kterou tato vysoko-inflační epizoda způsobila, totiž navíc dosud není zcela zahojena. Ona nebezpečná a někdy dokonce smrtelná nemoc, jak inflaci nazval Milton Friedman,⁶ citelně oslabila sensitivní organismus tuzemské ekonomiky, která je v jejím důsledku náchylnější k dalším chorobám. Jemné vazby v různých odvětvích ekonomiky byly vlivem neočekávaně frekventovaných změn v relativních cenách nemilosrdně zpřetrhány. A to má patrně dlouhodobější negativní následky.

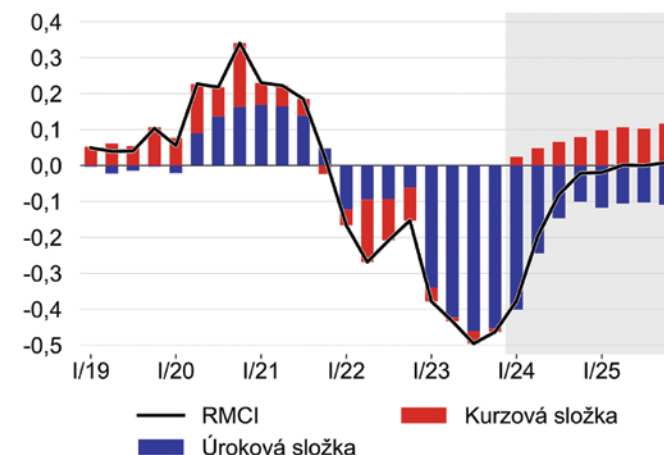
Jedním ze způsobů, jak měřit působení měnové politiky na ekonomiku, je tak činit prostřednictvím indexu reálných měnových podmínek. Ten v sobě zahrnuje jak úrokovou, tak i kurzovou složku, přičemž poslední zmíněná je zvláště důležitá pro malé otevřené ekonomiky, jakou je právě ČR. V případě naší země se tedy jedná o směřodatnější ukazatel oproti sledování vývoje pouze (reálné) úrokové míry.

Viceguvernér ČNB Jan Frait společně se svým tehdejšími radcem Jakubem Matějířem v březnu loňského roku na základě tohoto

indexu dokládali, že měnová politika naší měnové autority v té době již působila dostatečně restriktivně, neboť výslednice působení kurzové a úrokové složky byla největší od světové finanční krize v letech 2007–2009, a tedy souhrnné měnové podmínky velmi přísné.⁷

Index reálných měnových podmínek (RMCI)

index, kladné hodnoty odpovídají uvolněným měnovým podmínkám a naopak



Index reálných měnových podmínek (RMCI) v ČR.

Zdroj: ČNB, ZoMP 2024/1. Pozn.: Záporné hodnoty indikují restriktivní působení měnových podmínek; šedě vyznačená plocha představuje prognózuovaný vývoj.⁸

⁷ FRAIT, Jan a MATĚJÍŘ, Jakub. *Současné měnové podmínky v ČR: přísné, nebo uvolněné?* Online. Česká národní banka – Měnová politika. 2023. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Soucasne-menove-podminky-v-CR-prisne-nebo-uvolnene/. [cit. 2024-10-21].

⁸ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o měnové politice – zima 2024*. Online. 2024. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/zpravy_o_menove_politice/2024/zima_2024/download/zomp_2024_zima.pdf. [cit. 2024-10-21].

⁶ FRIEDMAN, Milton a FRIEDMAN, Rose D. Svoboda volby. Druhé, opravené a doplněné vydání. Přeložil Pavel VRECIÓN a Viktor VRECIÓN. Praha: Liberální institut, 2020. ISBN 978-80-86389-66-0. Str. 273.

Je však pozoruhodné, že ve výše citovaném textu Jana Fraita a Jakuba Matějů nepadla ani zmínka o tom, že ačkoli v letech 2022 a 2023 měnová politika ČNB dle tohoto ukazatele působila značně restriktivně, v letech předcházejících (tj. 2020–2021) byla dle stejného indexu výrazně expanzivní. Právě v této době se nejvíce rozdmýčával inflační oheň, který se zhruba o rok a půl později proměnil v neřízený a stále se rozšiřující požár.

A není to jen nějaká shoda okolností. Monetární politika operuje na svém horizontu, který obvykle činí 1–1,5 roku. To znamená, že přijatá měnově-politická rozhodnutí se v ekonomice nejvýznamněji projeví až s tímto časovým zpožděním. Kroky, na nichž se většinové složení bankovní rady ČNB usneslo v druhé polovině roku 2020 a v roce 2021, se plně propsaly do ekonomiky až v roce 2022 – době, kdy míra inflace v ČR kulminovala. Nastavení měnové politiky v letech předcházejících tak zjevně nedostatečně zabraňovalo příchodu vysoké míry inflace.

Ředitel odboru měnové politiky a fiskálních analýz ČNB Zdeněk Píkhart ve své nedávné prezentaci sám uvádí: „Ve zpětném pohledu a se znalostí inflačních tlaků se zdá, že nastavení měnové politiky během druhé poloviny roku 2020 a první poloviny roku 2021 bylo příliš uvolněné“.⁹ A bankovní radní Tomáš Holub obdobně konstatuje, že „celkově lze říct, že s výhodou zpětného pohledu by bývalo bylo lepší začít úrokové sazby zvyšovat dříve, rychleji a na vyšší úroveň“.¹⁰

9 PÍKHART, Zdeněk. *Challenges for the Czech National Bank in the post-crisis era*. Online. Central European Conference in Finance and Economics 2.0. 2024. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/public/galleries/media_service/conferences/speeches/download/pikhart_20240417_kosice_en.pdf. [cit. 2024-10-21].

10 HOLUB, Tomáš, DRÁBEK, Štěpán (ed.). *Tomáš Holub: Boj za cenovou stabilitu je nekončící proces*. Online. Roklen24. 5. 3. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Tomas-Holub-Boj-za-cenovou-stabilitu-je-nekoncici-proces/>. [cit. 2024-10-21].

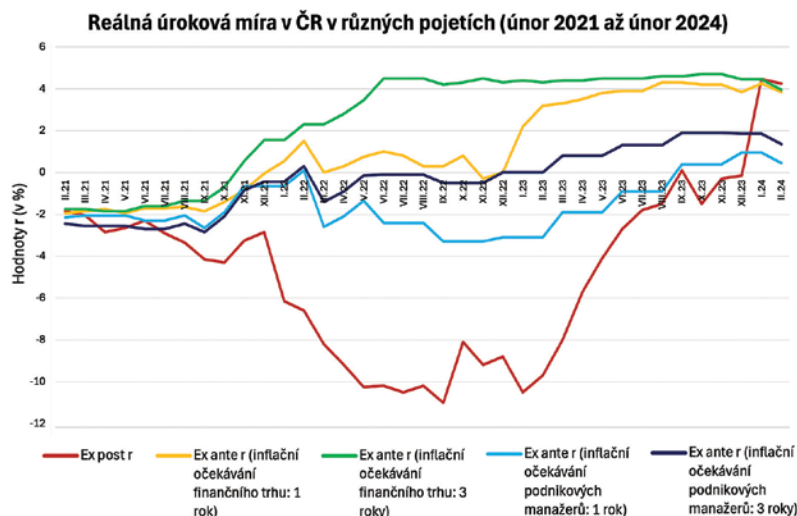
Reálná úroková míra v ČR – ale která?

Podobný příběh popisuje i vývoj reálné úrokové míry. Ta je dle Fisherova vztahu definována jako rozdíl mezi nominální úrokovou sazbou a mírou inflace. To je ale jen částečná odpověď. Záleží totiž na tom, kterou inflaci do tohoto výpočtu zahrnujeme – zda tu zrovna naměřenou (tj. již nezměnitelnou), anebo inflaci očekávanou. Ekonomické subjekty se dle závěrů moderní makroekonomie při svém rozhodování orientují na budoucnost, a proto je relevantnější výpočet reálné úrokové míry s očekávanou inflací.

Tou pravou a vskutku zapeklitou otázkou však je, která inflační očekávání vzít v potaz. Rovnou můžeme vyloučit míru inflace očekávanou domácnostmi, neboť ta se napříč jednotlivými subjekty markantně liší a zprůměrování těchto různorodých údajů by o mnohém nevypovídalo. Dále se nabízejí inflační očekávání podnikových manažerů a analytiků finančního trhu. Obojí jistě dává smysl bedlivě sledovat. Dokonce by nebylo od věci tázat se, zda by se také neměla měřit inflační očekávání dluhopisového trhu, který ekonomové Dominik Stroukal a Jan Berka ve své nové knize vzhledem k jeho významnosti nazývají „nejchytřejším trhem“.¹¹

Následující graf ilustruje to, jak se reálná úroková míra v ČR liší v závislosti na tom, ze které metodiky vycházíme. Vyplývá z něj, že odečítáme-li od nominální úrokové sazby míru inflace očekávanou podnikovými manažery, její hodnota byla v posledních letech nižší, než kdybychom pracovali s inflačními očekáváním finančního trhu (a to jak na horizontu jednoho roku, tak i tří let). Nejnižší by se však reálná úroková míra nacházela tehdy, kdybychom kalkulovali se zrovna naměřenými hodnotami míry inflace.

11 STROUKAL, Dominik a BERKA, Jan. *Trhy: Měnová politika pro nadšence a investory*. Praha: Grada Publishing, 2024. ISBN 978-80-271-3623-0. Str. 139–141.



Reálná úroková míra v ČR v různých pojetích v období od února 2021 do téhož měsíce roku 2024. Zdroj: Vlastní zpracování. Pozn.: Inflační očekávání podnikových manažerů jsou v databázi ČNB (ARAD) pouze v kvartálních intervalech na rozdíl od inflačních očekávání analytiků finančních trhů, jež se zveřejňují každý měsíc.

Je nadmíru zajímavé, že reálná úroková míra v ČR byla ve všech výše popsáných pojetích v prvních třech čtvrtletích roku 2021 záporná. Již víme, proč je toto období tak zásadní – tehdy měnová politika nejsilněji působila na období, kdy míra inflace vrcholila (tedy byla nejvíce expanzivní). Kruh se uzavírá.

Článek vyšel dne 1. 5. 2024 v *Hospodářských novinách* a dne 6. 5. i v jejich tištěné verzi a pracuje s daty dostupnými ke konci dubna roku 2024. DRÁBEK, Štěpán. Co Česká národní banka učinila dobře a v čem pochybila? Aneb zpětné vyhodnocení měnové politiky ČNB. Online. *Hospodářské noviny*. 1. 5. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-67319730-co-cnb-udelala-dobre-a-v-cem-chybovala-aneb-zpetne-vyhodnoceni-menove-politiky>. [cit. 2024-10-21].

— Nad inflací, nebo pod inflací? Kde že jsou úrokové sazby?

17. 4. 2024

Štěpán Drábek a Martin Kylar

Jaká je ideální úroveň úrokových sazeb? A není to snad otázka za milion? Ne že by nebyla. Centrální banka na ni však odpověď zná. Tedy alespoň částečně. Ideální měnově-politickou sazbu se totiž snaží vypočítat odborný aparát centrální banky na základě svých makroekonomických modelů. Jak jsme ale mohli vidět v posledních letech, je v konečném důsledku rozhodnutím členů bankovní rady doporučení odborného aparátu uposlechnout.

Guvernér Michl nedávno v rozhovoru pro Blesk zmínil, že v minulých 20 letech byly v ČR úrokové sazby nižší než míra inflace, tudíž se údajně podporovalo utrácení, zadlužování a spotřeba. „HDP pěkně rostl, ekonomika rostla, ale pořád jsme se zadlužovali. Moje logika je opačná – mít vyšší úrokové sazby, podporovat spoření a v rašínovském duchu ‚pracovat a šetřit‘, byť bude nižší ekonomický růst“, vysvětluje guvernér centrální banky.¹ Než určíme, zda se jedná o validní

¹ MICHL, Aleš a RENOVICA, Vera. *Cenová stabilita obnovena. Zůstaneme jestřábi*. Online. Pořad Hráči. 4. 3. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Cenova-stabilita-obnovena.-Zustaneme-jestrabi/>. [cit. 2024-10-16].

úsudek, bylo by správné prvně učinit krátkou exkurzi do historie. Ta totiž skýtá rovnou několik cenných poznatků.

Mezi lety 2021 až 2023 bojovala ČNB s inflací významně vyšší, než jakou cíluje. Pro ekonomické subjekty je i dle modelů centrálních bank spíše než nominální úroková sazba důležitější ta reálná. Ale jak ji změřit? Existuje vícero způsobů. Jelikož se ale tyto subjekty orientují na budoucnost, a tedy na budoucí, nikoli současnou a již neovlivnitelnou míru inflace, je relevantnější tzv. *ex ante* vyjádření reálné úrokové míry.

Ex ante reálnou úrokovou míru, která je mimochodem směrodatnější i dle slov viceguvernéra Jana Fraitu a jeho poradce Jakuba Matějí, ² vypočítáme jako rozdíl mezi úrokovými sazbami v jejich nominálním vyjádření a očekávanou mírou inflace. Ačkoli zmínění autoři argumentují, že právě *ex ante* reálná úroková míra je kladná, mají pravdu jen zčásti. Záleží totiž na tom, která inflační očekávání bereme v potaz. Zatímco při výpočtu s inflačními očekáváním analytiků finančního trhu či roční prognózou ČNB je reálná úroková míra skutečně kladná, to samé neplatí při inflačních očekávání podnikových manažerů.

I kdybychom však byli shovívaví a vycházeli z jimi zvolené metodiky, reálná úroková míra byla v prvních třech čtvrtletích roku 2021 nezanedbatelně záporná. Proč je právě toto období tak zásadní? Měnová politika má největší vliv na míru inflace zhruba po roce až roce a půl. A není tomu náhoda, že míra inflace v ČR kulminovala

2 FRAIT, Jan a MATĚJŮ, Jakub. *Jsou úrokové sazby ve srovnání s inflací opravdu nezvykle nízké?* Online. Měnová politika. 20. 2. 2023. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Jsou-urokove-sazby-ve-srovnani-s-inflaci-opravdu-nezvykle-nizke/. [cit. 2024-10-16].

zrovna v září 2022 (meziročně činila 18 %). Je to totiž doba, která byla nejvíce ovlivněna měnově-politickými rozhodnutími v prvních čtvrtletích roku 2021, kdy byla reálná úroková míra v ČR ve všech známých vyjádřeních záporná. Tedy nejen v *ex ante* vyjádření, ale i kdybychom od nominální úrokové sazby odečetli realizovanou míru inflace (tj. *ex post* pojetí).

Guvernér ČNB, v té době ještě coby člen bankovní rady, neustále hlasoval pro stabilitu sazeb. Kdyby ostatní členové nejvyššího orgánu tuzemské měnové autority dali na něj, reálná úroková míra v ČR by byla ještě mnohem výrazněji záporná, a tedy měnová politika ČNB ještě méně restriktivní. Aleš Michl tak podle své logiky sám přiznává, že za doby vysoko-inflační periody jeho hlasování *de facto* podporovalo utrácení, spotřebu a zadlužování. A to proto, že (což je paradoxně právě to, za co kritizuje předchozí bankovní rady) byly tehdy úrokové sazby signifikantně nižší než míra inflace.

Druhá část guvernérova výroku o touze držet vyšší úrokové sazby i v nynější době působí též podivuhodným dojmem. Aktuálně můžeme sledovat probíhající debaty o výši neutrální úrokové sazby, tj. sazby centrální banky, která na ekonomiku nepůsobí ani restriktivně, ani expanzivně. Přestože se přirozená úroková míra (označovaná jako r^*) s určitou pravděpodobností zvýšila (ČNB bude v květnu vydávat studii zaobírající se právě její výší), nedává smysl v nynější situaci nepodporovat „spotřebu a utrácení“. Právě spotřeba domácností klesla ve 4. kvartále 2023 meziročně o 0,4 %. HDP ve stejném období znamenal propad o 0,2 %. Vezmeme-li v potaz, že se inflace pohybuje již třetí měsíc v řadě v tolerančním pásmu centrální banky, je zcela smysluplné v této situaci, kdy ekonomika chřadne, uvolnit měnově-politické šrouby, aby se její výkon zlepšil.

Míra inflace v meziročním vyjádření nabývá bezpečných hodnot v souladu s tolerančním pásmem ČNB již třetí měsíc v řadě. Měli bychom však mít stále v živé paměti, že kdyby členové bankovní rady bývali uposlechli Aleše Michla, dnes bychom cíl 2% inflace pravděpodobně slavit nemohli.

Článek byl dne 17. 4. 2024 publikován v Roklen24 a pracuje s daty dostupnými k začátku dubna roku 2024. DRÁBEK, Štěpán a KYLAR, Martin. Nad inflací, nebo pod inflací? Kde že jsou úrokové sazby? Online. 17. 4. 2024. Dostupné z: <https://roklen24.cz/nad-inflaci-nebo-pod-inflaci-kde-ze-jsou-urokove-sazby/>. [cit. 2024-10-16].

— Cenová stabilita obnovena, počínání guvernéra Michla navzdory

6. 3. 2024

Štěpán Drábek a Martin Kylar

Poslední vývoj cenové hladiny v Česku překvapil jak ekonomy, tak centrální banku, když se její růst vrátil do tolerančního pásma České národní banky (ČNB). Následně guvernéř Aleš Michl zveřejnil prohlášení k obnovení cenové stability v ČR.¹ Jeho součástí je také pár tezí, které – tak, jak jsou zde prezentovány – mohou působit zavádějícím způsobem. V tomto článku se proto snažíme uvést tyto výroky na pravou míru.

Guvernéř Michl hned z úvodu píše, že se „nové“ bankovní radě podařilo změnou měnově-politické strategie inflaci podstatně snížit. A vskutku platí, že letošní lednová míra inflace čítající 2,3 % je výrazně nižší než 17,5% míra inflace v červenci 2022, kdy Michl nastoupil na pozici guvernéra ČNB. Na tom bezpochyby není co rozporovat. To ale samo o sobě neříká nic o tom, zda se tak stalo zásluhou kroků podporovaných (nejen) Michlem, anebo nikoli. Jinými slovy, míra inflace

¹ MICHL, Aleš. *Prohlášení guvernéra k obnovení cenové stability*. Online. Česká národní banka – Prezentace a vystoupení. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Prohlaseni-guvernera-k-obnoveni-cenove-stability/>. [cit. 2024-10-21].

mohla takto strmě klesnout nikoli díky počínání většinového složení bankovní rady, nýbrž jemu navzdory.

Aleš Michl od poloviny roku 2021, kdy byl odstartován cyklus zvyšování úrokových sazeb z covidových 0,25 %, nikdy nezvedl ruku pro dodatečné zpřísnění měnové politiky. Ve svém článku s Oldřichem Dědkem z října 2021 popisuje, že nákladovou inflaci nelze vyřešit měnovou restrikcí, ale především vysvětlováním.² Z toho můžeme vyvodit, že pokud by bankovní rada ještě pod vedením Jiřího Rusnoka nepřistoupila ke zvýšení sazeb na 7% úroveň, rada vedená Michlem by je až na ni pravděpodobně neposunula. Domníváme se tedy, že stabilita sazeb na – jak to z Michlových vyjádření působí – skoro až magickém čísle 7 % nemá původ nikde jinde než v dědictví „Rusnokovy éry“.

Toho času se Michl, tehdy ještě coby člen bankovní rady, celou dobu choval jako bankovní rada v čase $t-1$ (tj. vždy byl „o kolo pozadu“). Jeho vyjádření nebyla konzistentní s jeho hlasováním, když v post-covidovém cyklu zvyšování sazeb vždy hlasoval pro jejich stabilitu. Fakticky to však znamená, že si se zpožděním jednoho měnově-politického zasedání vždy uvědomil, že jeho kolegové učinili správný krok, ale už nechtěl přistoupit k dalšímu zpřísnění měnové politiky. Na dalším jednání znovu prozřel, že minulé zvýšení sazeb bylo v souladu s potřebami ekonomiky, a takto to probíhalo stále dokola.

Byla stabilizace sazeb na 7 % správným krokem?

Interpretovat dvě po sobě bezprostředně následující události (tj. stabilizaci úrokových sazeb a pokles míry inflace) jako příčinu a následek

² DĚDEK, Oldřich a MICHL, Aleš. *Krotitelé nákladové inflace*. Online. Mladá fronta DNES – rubrika Názory. 13. 10. 2021. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Krotitele-nakladove-inflace/>. [cit. 2024-10-21].

jedné a druhé pouze na základě jejich časové posloupnosti by značilo staré sofisma *post hoc, ergo propter hoc* („potom, tudíž proto“). Takové tvrzení by zkrátka bylo logickou chybou.

Jak trefně praví význačný ekonom Frédéric Bastiat, ve skutečnosti existuje pouze jeden rozdíl mezi dobrým a špatným ekonomem. Zatímco ten špatný se zaměřuje pouze na to, co jej přímo udeří do oka, dobrý ekonom je schopen vzít v potaz i to, co již není tak dobře viditelné, a přece důležité.³

Vztáhneme-li tuto zásadu konkrétně k inflaci, lze prohlásit, že dobrý ekonom se nezamýšlí jen nad tím, nakolik dané měnově-politické opatření přispělo k poklesu míry inflace, a nespokojí se pouze s tím, že míra inflace se po letech vážné cenové nestability konečně dostala ke zdravým hodnotám. Musí si nutně pokládat otázku, jaká by míra inflace bývala byla, kdyby centrální banka byla přistoupila k jiným opatřením. Jedině tehdy, dojde-li k závěru, že jím skutečně opatření bylo celkově výhodnější než všechny ostatní alternativy, může svoji „strategii“ právem označit za úspěšnou.

Neměla bankovní rada nakonec zvolit jinou strategii?

Samotný prognostický aparát České národní banky v listopadu 2022, tedy v době kulminace inflačních tlaků, projektoval vrchol sazby 3M PRIBOR okolo 8 %.⁴ Z toho lze vyvodit, že sami experti centrální banky doporučovali zvýšení 2T repo sazby ještě o cca jeden procentní bod. Tento krok by pak v jejich predikcích z té doby byl

³ BASTIAT, Frédéric. *Co je vidět a co není vidět a jiné práce*. Praha: Liberální institut & Centrum liberálních studií, 1998. ISBN 80-902270-6-6. Str. 99.

⁴ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. 7. *Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji*. Online. Tisková konference bankovní rady. 3. 11. 2022. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/gallery/br_zapisy_z_jednani/2022/download/tk_07sz2022_cz.pdf. [cit. 2024-10-21].

následován strmějším poklesem sazeb. Pravděpodobně to měla být snaha o zabránění odukotvení inflačních očekávání a prevenci proti mzdově-inflační spirále.

Přestože v lednu meziroční míra inflace klesla do tolerančního pásma centrální banky (tj. teritoria 1–3 %), česká ekonomika byla velmi dlouho sužována nebezpečným inflačním morem. Její trápení mohlo být díky vyšším úrokovým sazbám ukončeno dříve.

— Způsobilo vysokou míru inflace v ČR tištění peněz? Aneb proč inflace není vždy a všude peněžní jev

25. 3. 2024
Štěpán Drábek

Míra inflace v únoru letošního roku klesla na úroveň rovných 2 %. Nachází se tak přesně na cíli České národní banky (ČNB) a mnohé nasvědčuje tomu, že epizoda zvýšené míry inflace je již definitivně za námi. Díky tomu můžeme zpětně vyhodnotit, jaké síly tlačily míru inflace v posledních letech na její historická maxima a v ideálním případě si z toho do budoucna vzít také ponaučení. Mezi laickou veřejností přitom panuje přesvědčení, že dominantní roli sehrál růst peněžní zásoby. V tomto článku se podíváme právě na to, zda je takovéto mínění oprávněné.

Je inflace vždy a všude peněžním jevem?

To, že mezi objemem peněz v ekonomice a růstem její cenové hladiny existuje poměrně přímý vztah, není žádným novodobým a jakkoli převratným objevem. Ve skutečnosti byla tato úvaha zřetelně zdokumentovaná již v dílech význačných politických filozofů a ekonomů

Článek vyšel dne 6. 3. 2024 v Hospodářských novinách a pracuje s daty dostupnými ke konci února 2024. DRÁBEK, Štěpán a KYLAR, Martin. Cenová stabilita obnovena, počínání guvernéra Michla navzdory. Online. Hospodářské noviny. 6. 3. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-67300520-michl-slavi-vitezstvi-nad-inflaci-je-to-ale-opravdu-jeho-dilo-nebo-si-jen-privlastnuje-zasluchy-predchudcu>. [cit. 2024-10-21].

18. století Davida Huma a Adama Smitha. A dokonce i v pracích jejich dávných předchůdců můžeme spatřit náznaky přístupu, který ekonomové označují jako kvantitativní teorii peněz (angl. *QTM – Quantity theory of money*).¹

Nejznámějšími představiteli této teorie jsou však američtí ekonomové 20. století Irving Fisher a Milton Friedman. Druhý zmíněný ekonom před více než 60 lety pronesl výrok o tom, že „inlace je vždy a všude peněžní jev“, který se od té doby stal téměř legendárním.² Logika této teorie je, jednoduše řečeno, taková, že nárůst peněžní zásoby nad rámec růstu HDP musí vyústit v odpovídající nárůst cenové hladiny.

Takováto koncepce má však hned několik nepřehlédnutelných úskalí. Za prvé, jakkoli absurdně to může znít, nemáme dostatečně přesnou definici toho, co to peníze jsou. Friedrich August von Hayek tvrdí, že „peníze jsou tou nejméně chápanou věcí a předmětem největší, rozumem naprosto nedotčené obrazotvornosti“.³ A právě tento rakouský ekonom zároveň deklaruje, že neexistuje žádná demarkační linie mezi tím, co penězi ještě je, a tím, čemu již takovéto označení nepřísluší. Dle něj nalézáme spíše spojitou řadu aktiv s různým stup-

něm likvidity a rozličnou schopností fungovat jako peníze. Jakékoli vymezení peněz je tedy pouze arbitrární.⁴

Druhý značný problém QTM spočívá v jejím samotném předpokladu. Tím je konstantní rychlost oběhu peněz. V praxi se však nepodařilo najít takovou definici peněz, při které by rychlost jejich oběhu byla v čase neměnná. Jak deklaruje někdejší guvernér Bank of England (BoE) Mervyn King: „Je ironické, že ekonomové, kteří se domnívají, že na penězích záleží (například Milton Friedman), tvrdí, že ‚poptávka po penězích je velmi stabilní, zatímco keynesiánští ekonomové tvrdí, že na penězích nezáleží, protože poptávka po nich je nestabilní.“⁵

Závěrem celé řady empirických studií je nicméně fakt, že dlouhodobě nadměrně rostoucí peněžní zásoba vždy vyústí ve vysokou míru inflace. Co je však zcela klíčové dodat, je, že tento vztah je tím slabší, čím nižší je v dané zemi míra inflace, a že je v zásadě způsoben pouze pár vysoko-inflačními epizodami. Jak zaznívá ve studii Banky pro mezinárodní platby (BIS), zatímco je síla vazby mezi růstem peněžní zásoby a mírou inflace v periodách vysoké míry inflace téměř jedna ku jedné, při nízké míře inflace prakticky vůbec neexistuje. Mimo vysokoinflační epizody se tedy opravdu nezdá, že by inflace byla „vždy a všude peněžním jevem“.⁶

1 KING, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. Reprint Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2017. ISBN 978-0-393-24702-2. Str. 113.

2 FRIEDMAN, Milton. *Inflation: Causes and Consequences* [online]. Bombay: Asia Publishing House for the Council for Economic Education, 1963 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z: <https://miltonfriedman.hoover.org/internal/media/dispatcher/271018/full>. Str. 16.

3 HAYEK, Friedrich August von. *Osudná domýšlivost: omyly socialismu*. Druhé vydání. Přeložil Jana OGROCKÁ. Praha: Liberální institut, 2022. ISBN 978-80-86389-71-4. Str. 128.

4 HAYEK, Friedrich August von. *Soukromé peníze: potřebujeme centrální banku?* Přeložil Miroslav ZAJÍČEK a Martin DVOŘÁČEK. Praha: Liberální institut, 1999. ISBN 80-902701-1-5. Str. 65.

5 KING, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. Reprint Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2017. ISBN 978-0-393-24702-2. Str. 182.

6 BORIO, Claudio, Boris HOFMANN a Egon ZAKRAJŠEK. *Does money growth help explain the recent inflation surge?* BIS Bulletin [online]. Bank for International Settlements, 2023(67) [cit. 2023-10-17]. ISSN 2708-0420. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/bisbull67.pdf>. Str. 1.

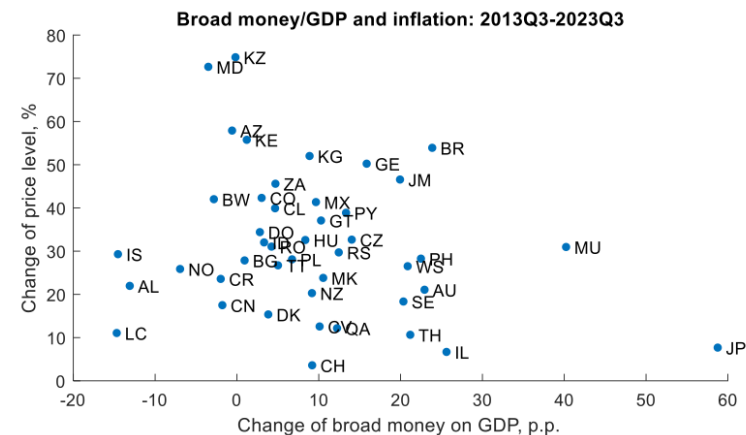
Vztah mezi peněžní zásobou a inflací v posledních letech

Guvernér ČNB Aleš Michl ve svém projevu deklaruje, že výše popsaná Friedmanova teze o vztahu mezi peněžní zásobou a mírou inflace je stále relevantní, a to obzvláště nyní. Následně dodává, že jádrová inflace v ČR byla nejvyšší v EU kvůli tomu, že bylo v tuzemské ekonomice peněz v oběhu příliš mnoho.⁷ Takovéto přesvědčení, jež s ním sdílí několik dalších ekonomů, však není podepřeno žádným jasným, empiricky pozorovaným, vztahem mezi těmito dvěma veličinami.

Pokud bychom se dívali čistě na peněžní agregáty, nespatriili bychom jejich neobvykle strmý nárůst v posledních letech, který by vysvětloval vzednutí ničivé inflační vlny. V ČR navíc objem peněz v ekonomice nenarostl o tolik více než v jiných zemích EU, takže zde rozdíl mezi odlišnými tempy růstu cenové hladiny evidentně nemá svůj původ.

A už vůbec bychom nenalezli pozitivní korelaci či bezprostřední vztah mezi bilancí (tj. rozvahou) centrální banky a mírou inflace. Právě nekonvenční měnová politika centrálních bank prováděná po pandemii (či ještě před jejím vypuknutím) je v očích mnoha jedinců viděna jako jednoznačný viník vysoké míry inflace. Takzvané „tíštění peněz“, jak byl kurzový závazek ČNB v letech 2013–2017 mnohdy chybně nazýván, však za vysokou mírou inflace nestál.

Odhlédněme nyní od toho, že centrální banka peníze netiskne a že je zcela dominantně vytvářejí komerční banky, kvůli čemuž je označení „tíštění peněz“, které se pro nárůst bilance centrální banky



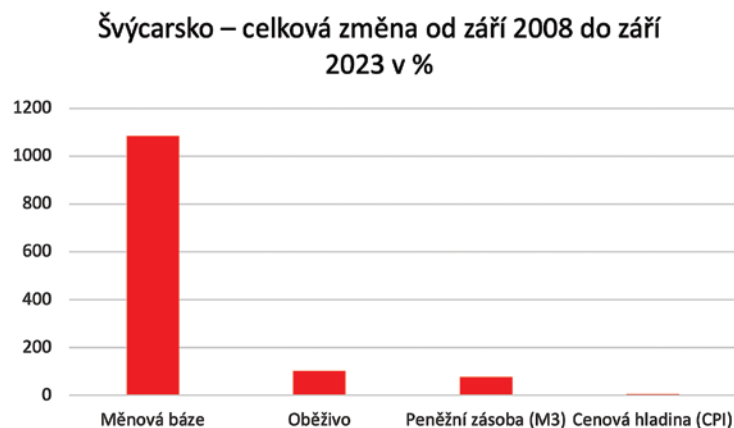
Vztah mezi excesivním nárůstem peněžní zásoby (růst peněžní zásoby očištěn o HDP) a mírou inflace v posledních 10 letech mezi různými zeměmi. Zdroj: ČNB.⁸

vžilo, liché. Měnověpolitické kroky uskutečněné v roce 2017 mohou mít jen stěží dopad na míru inflace v letech 2021–2023. Měnová politika sice má časové zpoždění, ale to je obvykle 1–1,5 roku. Jistě, doba, než změny kurzu domácí měny ovlivní její reálnou ekonomiku (tj. transmisní mechanismus devizových intervencí), může být jiná než ta u úrokových sazeb. To, že by však posilování kurzu koruny mělo mít vliv na míru inflace (a to ještě takto výrazný) i po několika letech, je přinejmenším silně nepravděpodobné.

⁷ MICHL, Aleš. *Cesta k cíli III*. Diskusní fórum ČNB 2023 [online]. Zlín: Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-12-13]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Cesta-k-cili-III/>.

⁸ HOLUB, Tomáš. *Recent Inflation Surge: Lessons for Monetary Policy Conduct*. 19th International Conference on Finance and Banking [online]. Silesian University, Karviná, Czech Republic: Česká národní banka, 2023 [cit. 2023-10-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/public/galleries/media_service/conferences/speeches/download/holub_20231018_karvina.pdf

Nejpřesvědčivějším empirickým důkazem toho, že mezi bilancí centrální banky není nejen žádný kauzální vztah, ale dokonce ani pozitivní korelace, je případ Švýcarska. Tamní centrální banka (SNB) začala od poslední finanční krize z let 2008–2010 provádět bezbřehé kvantitativní uvolňování (tj. nákup aktiv na sekundárním trhu), čímž se její bilance zněkolikanásobila. Přesto je zde míra inflace setrvale jedna z nejnižších nejen v Evropě, ale i na celém světě. A nic na tom nezměnily ani poslední roky, neboť vrchol míry inflace zde v roce 2022 činil 3,5 %. Člen bankovní rady ČNB Tomáš Holub tvrdí, že „snahy vykreslit předchozí období nekonvenční měnové politiky jako ‚obrovské tištění peněz‘, které nevyhnutelně vedlo k vysoké inflaci, nemají oporu v ekonomické teorii hlavního proudu ani v empirických pozorováních.“⁹



Srovnání procentuálního nárůstu měnové báze, celkového objemu oběživa, peněžní zásoby (M3) a cenové hladiny (CPI) ve Švýcarsku v letech 2008–2023.

Zdroj: Vlastní zpracování podle dat ČNB.

⁹ *Ibid.*, str. 15.

Hojně se vyskytuje přesvědčení, že kdyby se centrální banky bývaly více zaměřily na vývoj peněžní zásoby, míra inflace by nedávno nemusela být tak vysoká. To třeba zaznívá jednak ve studii BIS,¹⁰ a jednak v proslovu členky výkonné rady Evropské centrální banky (ECB) Isabel Schnabelové.¹¹ Hned vzápětí se však dodává, že to, že nadměrný růst peněžní zásoby mohl pomoci předpovědět vysokou míru inflace, samo o sobě nenaznačuje kauzalitu. Problémem však je, že sice dobře víme, že mezi vývojem peněžní zásoby a mírou inflace existuje určitý (nikoli nedůležitý) vztah, ale ten se velmi obtížně měří. V praxi tak peněžní agregáty nepředstavují pro měnovou politiku nepostradatelnou informační hodnotu.¹²

Co tedy vyvolalo vysokou míru inflace, když ne růst peněžní zásoby?

Mimořádně vysoká míra inflace v ČR i ve světě byla způsobena nešťastnou kombinací příliš uvolněné měnové i fiskální politiky a významného nákladového šoku v podobě růstu cen energií. S výhodou zpětného pohledu lze říci, že úrokové sazby ČNB, coby hlavní nástroj její měnové politiky, nebyly zejména v letech 2020–2021 na dostatečně

¹⁰ BORIO, Claudio, Boris HOFMANN a Egon ZAKRAJŠEK. *Does money growth help explain the recent inflation surge?* BIS Bulletin [online]. Bank for International Settlements, 2023(67) [cit. 2023-10-17]. ISSN 2708-0420. Dostupné z: <https://www.bis.org/publ/bisbull67.pdf>

¹¹ SCHNABEL, Isabel. *Money and inflation. Thünen Lecture by Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB, at the annual conference of the Verein für Socialpolitik* [online]. Regensburg: European Central Bank, 2023 [cit. 2023-10-17]. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230925_1~7ad8ef22e2.en.html

¹² Viz ALTIMARI, Sergio Nicoletti. *Does Money Lead Inflation in the Euro Area?* *European Central Bank Working Paper Series* [online]. European Central Bank, 2001, (63) [cit. 2023-10-01]. ISSN 1561-0810. Dostupné z: doi: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.356101>

vysokých úrovních. Projevem nedostatečně restriktivní měnové politiky ČNB pak byla třeba také bezprecedentně nízká míra nezaměstnanosti v naší zemi. Ačkoli růst peněžních agregátů hrál v procesu zvyšování míry inflace určitou roli, kterou by nebylo radno zanedbávat, nebyl zdaleka tím klíčovým faktorem. A určitě se tak nepotvrdilo, že inflace je „vždy a všude peněžní jev“.

Článek vyšel dne 25. 3. 2024 v *Hospodářských novinách* a dne 27. 3. i v jejich tištěné verzi a pracuje s daty dostupnými k začátku března roku 2024. DRÁBEK, Štěpán. Způsobilo vysokou míru inflace v ČR „tištění peněz“? Aneb proč inflace není vždy a všude peněžní jev. Online. *Hospodářské noviny*. 25. 3. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-67307640-inflacni-vlna-zazehnana-nyni-prisel-cas-podivat-se-co-za-ni-ve-skutecnosti-stalo>. [cit. 2024-10-21].

— Lze se spoléhat na prognostický aparát centrální banky? Aneb proč byly prognózy inflace tak hrubě nepřesné

15. 6. 2024
Štěpán Drábek

Perioda zvýšené míry inflace v ČR je již nějakou dobu minulostí. Dokud se však jedná o poměrně nedávnou epizodu, kterou máme zatím dobře uchovanou v naší aktivní paměti, je žádoucí využít výhody zpětného pohledu pro zkoumání jejích příčin a důsledků. V tomto textu se zaměřuji konkrétně na prognózy inflace České národní banky (ČNB) v posledních letech, jež se nám retrospektivně jeví jako mimořádně nepřesné.

Modely centrálních bank

Centrální banka se při tvorbě vlastních prognóz opírá o své makroekonomické modely. Jejich podstata se neliší od obecné charakteristiky modelů využívaných ve všech vědeckých oborech.

Modely jsou pro kteroukoli vědu zcela nepostradatelným aparátem, neboť si jejich prostřednictvím badatelé zjednodušují zkoumání příslušných jevů do té míry, aby byl takový výzkum vůbec uskutečnitelný. Realita, jejímž jednotlivým aspektům se snaží vědecké obory porozumět a následně podat jejich deduktivní vysvětlení, je nekonečně komplexní a pro lidský mozek jako takový ve své celistvosti neuchopitelná.¹

¹ Viz DRÁBEK, Štěpán. *Metodologická úskalí společenských věd obecně a ekonomie konkrétně*. Online. Liberální institut – Research Brief. 2024. Dostupné z: https://inlist.cz/wp-content/uploads/2024/02/scientism_letterhead.pdf. [cit. 2024-10-20].

Jelikož nejsme schopni vzít v potaz všechny důležité proměnné, jsme odkázáni na to aspekty takového jevu pro účely jeho vysvětlení zredukovat jen na několik stěžejních, a těmi se poté zabývat, zatímco na ostatní minimálně dočasně zanevřít. To je právě úlohou modelů, pomyslných jednodušších obrazů reality.

Nepřesnosti prognóz inflace ČNB

Příchod dvojciferné míry inflace byl ze strany naší měnové autority neočekávanou záležitostí. Prostředí mimořádné nejistoty spojené s bezprecedentní situací pandemie covid-19 mělo za následek tu nepříjemnou skutečnost, že prognostický aparát centrální banky nebyl schopen rozpoznat povahu ani sílu inflačních tlaků v tuzemské ekonomice.

ZoI/ZoMP ČNB	2021	2022	2023
I.Q/2020	2,2 % (–1,6 p. b.)	–	–
II.Q/2020	2,1 % (–1,7 p. b.)	–	–
III.Q/2020	2,4 % (–1,4 p. b.)	2,2 % (–12,9 p. b.)	–
IV.Q/2020	2,3 % (–1,5 p. b.)	2,0 % (–13,1 p. b.)	–
I.Q/2021	2,0 % (–1,8 p. b.)	2,2 % (–12,9 p. b.)	–
II.Q/2021	2,7 % (–1,1 p. b.)	2,4 % (–12,7 p. b.)	–
III.Q/2021	3,0 % (–0,8 p. b.)	2,8 % (–12,3 p. b.)	2,1 % (–8,6 p. b.)
IV.Q/2021	3,7 % (–0,1 p. b.)	5,6 % (–9,5 p. b.)	2,1 % (–8,6 p. b.)
I.Q/2022	–	8,5 % (–6,6 p. b.)	2,3 % (–8,4 p. b.)
II.Q/2022	–	13,1 % (–2,0 p. b.)	4,1 % (–6,6 p. b.)
III.Q/2022	–	16,5 % (+1,4 p. b.)	9,5 % (–1,2 p. b.)

Prognózovaná míra inflace ČNB v ZoI a ZoMP versus její skutečné hodnoty v letech 2021, 2022 a 2023 a rozdíly mezi nimi.

Zdroj: Vlastní zpracování dle ČNB. Pozn.: Data pocházejí ze Zpráv o inflaci (ZoI) a Zpráv o měnové politice (ZoMP) kvartálně zveřejňovaných ČNB (I.Q/2020–IV.Q/2023); odchylky prognóz míry inflace od jejich skutečných, ex post, hodnot jsou uvedeny v procentních bodech (p. b.) – záporné hodnoty značí nižší odhad oproti skutečnosti, kdežto kladné vyšší.

Z tabulky výše vyplývá, že rozmezí odchylek skutečné *ex post* míry inflace od *ex ante* prognóz ČNB činilo –13,1 p. b. až +1,4 p. b., což je mimořádně široké rozpětí. Není snad příliš překvapivé, že zvláště zkrácené byly prognózy inflace ČNB v roce 2020, kdy přítomnost intenzivních inflačních tlaků zdaleka nebyla tak evidentní.

Ve své poslední *Zprávě o inflaci* publikované v posledním čtvrtletí roku 2020 ČNB očekávala, že celková inflace bude v roce 2022 odpovídat hodnotě rovných 2 %.² Skutečností však bylo, že inflace v tomto období činila 15,1 %, což je o enormních 13,1 p. b. více.

Opačným extrémem byla predikce inflace ve *Zprávě o měnové politice* z třetího kvartálu roku 2022.³ ČNB tehdy očekávala, že celková inflace v roce 2022 bude činit 16,5 %, což bylo nadsazení o 1,4 p. b. oproti později zveřejněným údajům.⁴

Byla ČNB výjimkou?

ČNB rozhodně nebyla jedinou centrální bankou, jež se ve svých odhadech inflace tak hluboce zmýlila. Zahraniční analýzy naopak dokládají, že podobně nepřesné byly i prognózy inflace ze strany *Evropské centrální banky* (ECB), *Federálního rezervního systému* (Fed – centrální banka USA), *Bank of England* (BoE – měnová autorita Spojeného království) a mnoha dalších významných centrálních bank.⁵

² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o inflaci – IV/2020*. Online. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/zpravy_o_inflaci/2020/2020_IV/download/zoi_2020_IV.pdf. [cit. 2024-10-20].

³ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Zpráva o měnové politice – léto 2022*. Online. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/zpravy_o_menov_e_politice/2022/leto_2022/download/zomp_2022_leto.pdf. [cit. 2024-10-20].

⁴ *Ibid.*

⁵ Viz např. KENNEDY, Simon. *Here's how badly central banks failed to spot inflation shock*. Online. Bloomberg. 29. 7. 2022. Dostupné z: <https://www.btsnews.net/bloomberg-special/heres-how-badly-central-banks-failed-spot-inflation-shock-467490>. [cit. 2024-10-20].

Pochybení centrálních bank v podobě podcenění intenzity a perzistence inflace může mít další vysvětlení. Jedno přináší bývalý guvernér *Bank of England* Mervyn King. Ten ve své knize *The End of Alchemy* deklaruje: „Prognózy inflace ze strany centrálních bank mají ve střednědobém horizontu vždy tendenci vracet se k inflačnímu cíli.“⁶ S tím souvisí i teze viceguvernéra ČNB Jana Fraita, který praví, že modely používané centrálními bankami „představují značně nedokonalý popis ekonomiky a nejsou schopny si poradit se šoky nebo strukturálními změnami, které ji na delší dobu od těchto trendů vychýlí.“⁷ Právě tímto šokem byl náhlý příchod pandemie viru SARS-CoV-2, jenž mohl zapříčinit ono vychýlení od těchto trendů.

Jsou nám prognózy centrálních bank vůbec užitečné?

Poté, co jsme ukázali, nakolik nepřesné byly prognózy centrálních bank, vyvstává otázka, zda se na ně lze jakkoli spoléhat čili zda i do budoucna nemohou v tomto ohledu do podobné míry selhat. Jinými slovy, lze se tázat, zda se nejedná o čistou alchymii – zda centrální banky, parafrázujíc slova Nietzscheho Zarathustry, „nekalí svoji vodu, aby se zdálo, že je hluboká.“⁸

Perioda zvýšené inflace nepochybně demonstrovala přinejmenším to, že není radno bezvýhradně věřit těmto odhadům. Centrální

banka nicméně nestojí před možností mít naprosto precizní a bezchybné prognózy. Jak tvrdí člen bankovní rady ČNB Tomáš Holub: „Ta relevantní otázka je, jestli měnová politika, která se o takovéto analýzy a prognózy může opřít, je o něco málo lepší než čistě vzad-hledící politika, a to si myslím, že v praxi České národní banky prostě platí.“⁹

Abychom pro pochopitelnější vysvětlení použili příměr, lze říci, že s prognózami centrální banky se tomu má poněkud podobně jako s předpověďmi počasí. Ani ta zdaleka není přesná. Ale bývá většinou lepší ji znát než ji zcela ignorovat. Jak předpověď počasí, tak prognózy centrální banky se přitom stávají díky našim lepším technickým znalostem stále přesnějšími a spolehlivějšími. A ničím kvalitnějším nyní nedisponujeme.

Článek vyšel dne 15. 6. 2024 v *Hospodářských novinách* a dne 16. 6. i v jejich tištěné verzi. DRÁBEK, Štěpán. Lze se spoléhat na prognostický aparát centrální banky? Aneb proč byly prognózy inflace ČNB tak hrubě nepřesné. Online. *Hospodářské noviny*. 15. 6. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-67333050-jsou-predpovedi-cnb-ohledne-inflace-vubec-k-necemu-kdyz-se-tak-casto-myli>. [cit. 2024-10-20].

9 HOLUB, Tomáš, DRÁBEK, Štěpán (ed.). Člen bankovní rady ČNB Holub: Podstatný vliv eura na reálnou konvergenci ekonomiky bych nečekal. Online. Roklen24. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Tomas-Holub-Podstatny-vliv-eura-na-reálnou-konvergenci-ekonomiky-bych-necekal/>. [cit. 2024-10-20].

6 KING, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. Reprint Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2017. ISBN 978-0-393-24702-2. Str. 305.

7 FRAIT, Jan. *Monetární makroekonomie a centrální banky v turbulentních dobách*. Online. Přednáška pro konferenci MEKON 2023, Ekonomická fakulta VŠB-TU Ostrava. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Monetarni-makroekonomie-a-centralni-banky-v-turbulentnich-dobach/>. [cit. 2024-10-20].

8 NIETZSCHE, Friedrich. Tak pravil Zarathustra: *Kniha pro všechny a pro nikoho*. 4. vydání. Praha: Nakladatelství Aloise Srdce v Praze, 1932. Str. 119.

— Co znamená růst přirozené úrokové míry?

2. 4. 2024
Štěpán Drábek

Vývoj přirozené úrokové míry se nyní stal novým velkým tématem. O tom, že se hodnota této veličiny mohla v posledních letech zvýšit, padla zmínka z úst představitelů jak České národní banky (ČNB), tak i zahraničních centrálních bank. Debata je to velmi technická a ryze odborná, růst přirozené úrokové míry by však měl důležitý význam nejen pro centrální bankéře, ale také pro investory.

Co o přirozené úrokové míře říká teorie

Mnozí si myslí, že úrokové sazby v ekonomice jsou zcela determinovány rozhodnutím centrální banky. To je však pravda jen částečně. Krátkodobé tržní úrokové sazby jsou jistě silně ovlivněny nastavením regulovaných úrokových sazeb měnové autority. Na mírně delším horizontu se úrokové sazby odvíjejí od očekávání ohledně budoucích měnově-politických kroků centrální banky. Ale na dlouhodobé úrokové sazby (tj. ty v horizontu desetiletí a déle) centrální banka vliv nemá.¹

¹ KING, Mervyn. *The End of Alchemy: Money, Banking, and the Future of the Global Economy*. Reprint Edition. New York: W. W. Norton & Company, 2017. ISBN 978-0-393-24702-2. Str. 28.

V dlouhém období odpovídá úroková míra rovnováze mezi úsporami a investicemi. Tedy alespoň by měla – není-li tomu tak, mohou vznikat vážné makroekonomické problémy. Takovou úrokovou mírou, která je v souladu s rovnováhou na trhu reálných zápůjčních fondů a potenciálním produktem ekonomiky, nazýváme přirozenou či rovnovážnou reálnou úrokovou mírou (též označovaná jako r^*). Nejenže ji centrální banka neurčuje, ale ona sama vchází do jejího rozhodování ohledně nastavení krátkodobých úrokových sazeb. Centrální banka tak pouze pasivně reaguje na její změny.²

Problémem však je, že ji nikdo nikdy neviděl. Je totiž veličinou nepozorovatelnou, což však nijak neubírá na její relevanci.³ Ba naopak, je zcela zásadní pro nastavení měnové politiky. Když chce centrální banka na ekonomiku působit neutrálně (tj. ani ji nepřehřívát, ani zbytečně neochlazovat), nastaví svoji úrokovou sazbu tak, aby odpovídala součtu aktuální míry inflace a r^* . Když ale špatně odhadne její výši, může mít na ekonomiku jiný vliv, než jaký zamýšlela.

Vývoj r^* před covidem

V dekáдах následujících po tzv. velké inflaci (The Great Inflation) v 70. letech minulého století jsme byli svědky postupného, leč nepolevujícího poklesu dlouhodobé reálné úrokové míry. Jednou z příčin byl (vedle nižší míry inflace) také pokles samotné r^* . A ten lze zase

pravděpodobně zdůvodnit nižším tempem růstu produktivity či delší očekávanou dobou dožití.

Odhady vývoje přirozené úrokové míry se napříč jednotlivými odbornými studiemi liší, a to v závislosti na použité metodice. V čem se však jednoznačně shodují, je, že v posledních několika dekáдах byl trend r^* klesající. Je zároveň pravděpodobné, že se r^* v letech před covidem ve vyspělém světě nacházela někde mezi 0–1 %.

Změnila se nedávno hodnota r^* ?

Některé hlasy zvěstují, že je dlouhodobě klesající tendenci r^* již konec. Pomyslným zvratem mohl být covid, přesněji řečeno makroekonomické dopady vládních reakcí na něj. Dle členky Výkonné rady ECB Isabel Schnabelové jsou to geopolitické změny v podobě ruské invaze na Ukrajině a napětí mezi USA a Čínou, „zelená transformace ekonomiky“ a pokrok v oblasti umělé inteligence, které si žádají rozsáhlé investice. A právě ty zvyšují poptávku po zápůjčních fondech, a tak tlačí na růst přirozené úrokové míry.⁴

Guvernér ČNB Aleš Michl na tiskové konferenci po skončení únorového měnově-politického zasedání bankovní rady uvedl, že je možné, že r^* byla vyšší už před vypuknutím koronavirové pandemie.⁵ Člen bankovní rady Jan Kubíček následně konstatoval, že důvodem stojícím za neočekávaným nárůstem r^* v předchozích letech mohl být strmý nárůst veřejného dluhu ČR.⁶ Jak vysvětluje

⁴ *Ibid.*

⁵ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB snížila úrokové sazby o 0,5 procentního bodu (Záznam tiskové konference z 8. 2. 2024). Online. 2024. Dostupné z: Youtube, <https://www.youtube.com/live/6ULBMV03qNw?si=67OUg7YDgdW1dhF7&t=669>. [cit. 2024-10-21].

⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. Setkání s analytiky, 9. 2. 2024. Online. 2024. Dostupné z: Youtube, <https://www.youtube.com/live/LSYdjUo8tRs?si=eQuv0qKqii23Nqh>. [cit. 2024-10-21].

² Viz WOODFORD, Michael. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton: Princeton University Press, 2003. ISBN 0-691-01049-8.

³ Viz HLĚDIK, Tibor a VLČEK, Jan. *Nepozorovaná, ale o to důležitější: přirozená úroková sazba v ČR*. Online. Česká národní banka – Měnová politika. 2018. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Nepozorovana-ale-o-to-dulezitejsi-prirozena-urokova-sazba-v-CR/. [cit. 2024-10-21].

člen bankovní rady ČNB Tomáš Holub, deficity státních rozpočtů snižovaly globální míru úspor, což mohlo vést k vyšší globální rovnovážné úrokové sazbě.⁷

Jan Kubíček zároveň podotkl, že se zdá, že chybný odhad r^* (tj nižší, než jaká byla její skutečná výše) vedl ke zvýšené míře inflace v ČR. Dle Tomáše Holuba by se potenciálně jednalo o podhodnocení výše r^* v řádu desetin procent, což znamená, že r^* nemusela být 1 %, ale třeba 1,5 %. Pohybuje-li se však opravdu tento rozdíl v řádech desetin procenta, nezdá se pravděpodobné, že by nesprávný odhad r^* byl jedním z významných faktorů, který způsobil mimořádně vysokou míru inflace v ČR.

Co v praxi znamená vyšší r^* ?

Jak již bylo řečeno v úvodu, vyšší přirozená úroková míra má také praktické důsledky pro investory. Je-li totiž skutečné vyšší, jak se dnes očekává, pak budou pravděpodobně i nominální úrokové sazby dlouhodobě vyšší, než na jaké hodnoty jsme byli zvyklí před covidem a příchodem vysoké míry inflace. Až bude totiž míra inflace neochvějně ukotvena na cíli ČNB, naše centrální banka bude nejspíš usilovat o to, aby na ekonomiku působila neutrálně. Neutrální úroková sazba však již bude vlivem rostoucí r^* vyšší než před covidem.

7 HOLUB, Tomáš, DRÁBEK, Štěpán (ed.). Tomáš Holub: *Podstatný vliv eura na reálnou konvergenci ekonomiky bych nečekal*. Online. Roklen24. 6. 3. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Tomas-Holub-Podstatny-vliv-eura-na-realnou-konvergenci-ekonomiky-bych-necekal/>. [cit. 2024-10-21].

Vyšší úrokové sazby ČNB se pak projeví také v úměrně vyšších úrokových sazbách komerčních bank. Dle Jana Kubíčka byly úrokové sazby poblíž nule abnormálním stavem.⁸ A z toho vyplývá teze, kterou s ním sdílí i guvernér Aleš Michl, že jakmile bude inflační vlna nadobro zažehnána, úrokové sazby se na podobně nízké úrovni již nevrátí.⁹

Článek vyšel dne 2. 4. 2024 v *Hospodářských novinách* a dne 4. 4. i v jejich tištěné verzi a pracuje s daty dostupnými ke konci března roku 2024. DRÁBEK, Štěpán. *Co znamená růst přirozené úrokové míry?* Online. *Hospodářské noviny*. 2. 4. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c7-67309520-1-d725e56053d0f25>. [cit. 2024-10-21].

8 KUBÍČEK, Jan. *Měnová politika a návrat k normálu*. Online. Diskusní fórum ČNB, Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně. 2023. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/kubicek_20231017_diskusni_forum_zlin.pdf. [cit. 2024-10-21].

9 MICHL, Aleš. *Cesta k cíli*. Online. Diskuse na téma Inflace: cesta k cíli, Vysoká škola ekonomická v Praze. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Cesta-k-cili/>. [cit. 2024-10-21].

— Bylo oslabování koruny největší chybou ČNB? Aneb jak to doopravdy bylo s kurzovým závazkem

14. 8. 2024

Štěpán Drábek a Martin Kylar

Kurzový závazek je tématem, které pořád ostře rozděluje ekonomy na dva zneprátené tábory. Přestože od ukončení cíleného oslabování koruny uplynulo už více než sedm let, stále je mu mezi tuzemskými ekonomy věnována překvapivě velká pozornost a toto mimořádné opatření bývá hojně zmiňováno na různých fórech či v rozličných ekonomických diskusích. Nejčastěji zaznívá otázka, zda se měl vůbec zavádět, případně se stále diskutuje problematika jeho ukončení.

Je příznačné, že jedním z těch, kdo tuto měnověpolitickou periodu zmiňují nejvíce, je samotný guvernér České národní banky (ČNB) Aleš Michl. Například v rozhovoru pro Blesk označil skokový nárůst likvidity v bankovním sektoru na přelomu let 2016 a 2017 v důsledku dle jeho soudu špatného ukončení oslabování kurzu koruny za „největší národohospodářskou chybu“.¹ Dokonce se nechal slyšet, že

¹ MICHL, Aleš a RENOVICA, Vera (ed.). *Cenová stabilita obnovena. Zůstaneme ještě rádi*. Online. Pořad Hráči. 4. 3. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verej->

přebytek likvidity v bankovním sektoru vyvolaný intervencemi centrální banky zejména v těchto letech měl za následek mimořádně vysokou jádrovou inflaci v ČR. Je tedy zřejmé, že téma kurzového závazku má i v současnosti nemalý význam, a proto je třeba dopady tohoto opatření znova důkladněji prozkoumat.

Podstata kurzového závazku

ČNB se v roce 2012 dostala do vskutku nepříjemné situace. Její hlavní úroková sazba (tj. 2T repo sazba) byla postupnými kroky snížena až na 0,05 %, tedy na úroveň tzv. technické nuly. Tato měnověpolitická rozhodnutí byla přitom reakcí na silné deflační tlaky a slabý výkon české ekonomiky.

Deflačních tlaků bylo mnoho, mezi ty hlavní patřily pokračující fiskální konsolidace, zvýšená nejistota ohledně budoucího vývoje ekonomiky, zprvu stagnující trh práce a poté vzrůstající míra nezaměstnanost (podíl nezaměstnaných se v roce 2013 blížil 8 %) nebo také dluhová krize eurozóny.² Tehdy se zkrátka sešla nešťastná kombinace rozličných faktorů vyvíjejících tlak na nižší než optimální růst, ne-li dokonce absolutní pokles cenové hladiny.

V této situaci centrální banka čelila klíčové volbě. Buď na ni mohla jen nečinně přihlížet a vyčkat, co se stane, anebo aktivně konat. ČNB nakonec zvolila druhou variantu, když k uvolnění měnových podmínek využila kurz ve formě asymetrického kurzového závazku, který byl schválen dne 7. listopadu 2013. Jednoduše řečeno, bankovní

rada se rozhodla držet měnový pár EUR/CZK v pásmu nad hodnotou 27 korun za euro. To znamenalo oslabit korunu zhruba o 4–5 %. A co je rovněž hodné zmínky, oznámení ohledně přijetí tohoto opatření mělo okamžitý efekt, když koruna právě o zmíněná procenta oslabila za pouhých pár hodin.³ Zavedení kurzového závazku přitom bylo ospravedlnováno zejména urychlením návratu k inflačnímu cíli a odvrácením nepříznivých tendencí v české ekonomice, jmenovitě ukončení vleklé recese a zlepšení situace na trhu práce.⁴

Je třeba říci, že se pro zvýšení míry inflace za stavu v zásadě nulových nominálních úrokových sazeb teoreticky nabízely i jiné nástroje, kupříkladu různé formy kvantitativního či kvalitativního uvolňování nebo záporné úrokové sazby. Takové nekonvenční nástroje využily světově významné centrální banky, jakými jsou americká, evropská, švýcarská, britská nebo japonská. Vzhledem k otevřenosti české ekonomiky a struktuře tuzemského bankovního sektoru však měnová sekce ČNB doporučila bankovní radě právě řízené oslabování koruny.

Argumenty kritiků oslabování koruny

Počkáme a uvidíme. To byla strategie tří členů tehdejší bankovní rady ČNB, kteří nehlasovali pro zavedení kurzového závazku. Byli však přehlasováni čtyřčlennou většinou, kterou představovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík a Lubomír Lízal. To zpětně poukazuje na značnou názorovou rozpolcenost uvnitř nejvyššího orgánu

3 BRŮHA, Jan a TONNER, Jaromír. *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-Post Assessment of the Czech Experience*. Online. Czech Journal of Economics and Finance. 2018, roč. 68, č. 6. Dostupné z: https://journal.fsv.cuni.cz/storage/1424_537_549_bruha_tonner_final_issue_06_2018.pdf. [cit. 2024-10-20].

4 Viz ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *The exchange rate commitment was an extraordinary measure at an extraordinary time*. Online. 2020. Dostupné z: Youtube, https://youtu.be/BW0BSkyOsMY?si=3ydk_Nb9wmVheJuW. [cit. 2024-10-20].

nost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Cenova-stabilita-obnovena.-Zustaneme-jestrabi/. [cit. 2024-10-16].

2 Viz FILÁČEK, Jan a KRÁL, Petr. *Ohlédnutí za ukončeným kurzovým závazkem*. Online. Zpráva o inflaci – příloha. Roč. 2017, č. II. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Ohlednuti-za-ukoncenym-kurzovym-zavazkem>. [cit. 2024-10-20].

naší centrální banky.⁵ Ostatně připomeňme, že důvodem, proč nebyl hlasovací poměr ohledně přijetí kurzového závazku uveřejněn bezprostředně, byla potřeba větší komunikační jistoty, jež byla při dramatické implementaci tak významného opatření opravdu palčivá.⁶

Dle disentujících radních zde nebyla dostatečná potřeba zavádět kurzový závazek, neboť údajně nebyla pro českou ekonomiku deflace takovou hrozbou. Abychom mohli určit, zda je tato teze validní, je třeba nejprve porozumět tomu, že deflaci dle sil, jež ji vyvolaly, dělíme v základním makroekonomickém modelu na dva druhy. Těmi jsou deflace způsobené negativním poptávkovým šokem a deflace zapříčiněná pozitivním nabídkovým šokem. Častým příkladem druhého jmenovaného typu deflace bývá pokles cen komodit, typicky ropy. Centrální banka na tento druh deflace nemusí a nezdá se, že by ani správně neměla reagovat. A to jednak proto, že ve standardním pojetí není takový pokles cen považován za nebezpečný, a jednak kvůli té prosté skutečnosti, že takovou deflaci by dokázala jen stěží zvrátit, případně by to bylo za cenu neúměrně vysokých hospodářských nákladů.

Negativní poptávkový šok ale pro centrální banku právem představuje strašáka, jehož by se měla při svém rozhodování hrozit. Vyskytuje se zde totiž riziko, že ekonomičtí agenti zahrnou pokles cen do svých očekávání a budou stále odkládat svoji spotřebu. Zároveň dojde k růstu reálné hodnoty dluhů, což může vést k defaultům úvěrů. Mohl by se tím rovněž zažehnout cyklus neustálého poklesu agregátní

poptávky a cenové hladiny, který může mít pro ekonomiku neblahé dopady a zároveň se jen velmi obtížně zastavuje. Nicméně v situaci, kdy sedm kvartálů za sebou klesá reálný HDP, měnověpolitická inflace (tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní) dosahuje meziročně 0,1 %, tzv. jádrová inflace (tj. inflace očištěná o sezónní vlivy a dopady různých administrativních opatření) je v záporných hodnotách již řadu let, kdy jsme svědky poklesu cen neobchodovatelných statků a kdy míra nezaměstnanosti atakuje 8 %, je poměrně zřejmé, že dominantní vliv musel mít právě negativní poptávkový šok.

Vytknout se dá kurzovému závazku ledasco, z našeho pohledu však rozhodně nikoli naléhavá potřeba tohoto nebo eventuálně nějakého obdobného opatření. Nelze sice zcela vyloučit hypotetickou možnost, že by se bez umělého oslabování koruny české ekonomice nic neblahého nestalo a že by se sama odrazila ode dna. Ale na takové „co by, kdyby“ se v centrálním bankovníctví nehraje. Měnová politika by měla být vpředhledící (tzv. „forward-looking“). Ekonomický výzkum ukazuje, že je výhodnější deflaci z obezřetnosti předejít než se ji pak snažit *ex post* krotit za vyšších hospodářských nákladů. Centrální banka není v pozici podnikatele, aby mohla výrazně riskovat. Pokud se totiž risk vyvine nezamýšleným směrem, dopadne na celou společnost, a nikoli pouze na riziko podstupující centrální bankéře.

Centrální banka a časování trhu

„Nesnažte se časovat trh, stejně v tom nebudete úspěšní“, zní z úst mnoha úspěšných investorů. Centrální banka je však institucí, která mnohdy trh časovat musí.⁷ A právě načasování zavedení a ukončení kurzového závazku je jí často vyčítáno. Této kritice je nutné dát ale

⁵ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. listopadu 2013*. Online. 2020. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/br_zapisy_z_jednani/2013/download/pt_2013_07.pdf. [cit. 2024-10-20].

⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny*. Online. 2014. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/galleries/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf. [cit. 2024-10-20].

⁷ Časování trhu (z angl. orig. „market timing“) je strategie nákupů a prodeje finančních aktiv s cílem předvídat budoucí pohyby trhů.

spoň částečně za pravdu. S výhodou zpětného pohledu se dokonce ukazuje, že toto opatření mělo být přijato klidně už o půl roku dříve. Nemělo by se však zapomínat na to, že se o kurzovém závazku již dvakrát před jeho definitivní implementací hlasovalo, ale až napotřetí se klíčový hlas tehdejšího viceguvernéra Mojmíra Hampla překlopil na druhou stranu.⁸ A přece se zdá, že v tomto případě platí přísloví „lépe pozdě než nikdy“.

Ukončení intervencí

Jak již zaznělo v úvodu, tím, co bývá na kurzovém závazku snad nejčastěji kritizováno, je exit z tohoto opatření. Bankovní rada ČNB rozhodla s okamžitou platností ukončit kurzový závazek 6. dubna 2017.

Tlaky na posílení kurzu koruny v roce 2017 postupně sílily, což nutilo centrální banku ke stále většímu objemu devizových intervencí. ČNB proto provedla zdaleka nejvíce intervencí právě těsně před ukončením kurzového závazku. Důsledkem toho bylo, že rezervy ČNB v zahraničních měnách vzrostly až těsně pod hranici 70 % českého HDP.⁹ ČNB však transparentně komunikovala okolnosti své exitové strategie, což mělo za následek nízkou volatilitu měnového kurzu po jeho ukončení.

Kritici kurzového závazku často poukazují na to, že bylo toto opatření ukončeno příliš pozdě, kvůli čemuž se bilance naší centrální

⁸ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. listopadu 2013*. Online. 2020. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/br_zapisy_z_jednani/2013/download/pt_2013_07.pdf. [cit. 2024-10-20].

⁹ ADAM, Tomáš; MICHL, Aleš a ŠKODA, Michal. *Balancing Volatility and Returns in the Czech National Bank's Foreign Exchange Portfolio*. Online. Czech National Bank – Research and Policy Notes. Roč. 2023, č. I. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/.galleries/research_publications/irpn/download/rpn_1_2023.pdf. [cit. 2024-10-20].

banky značně zvětšila. V tomto ohledu by bylo patřičné jim dát za pravdu, neboť s výhodou zpětného pohledu se skutečně ukazuje, že kurzový závazek měl být vzhledem k síle tehdejších inflačních tlaků ukončen alespoň o pár měsíců dříve.

Nelze z toho však vyvodit (a bohužel mnozí kritici kurzového závazku tuto chybnou implikaci činí), že obrovský nárůst bilance ČNB stál za nedávnou ničivou inflační vlnou. Jeden z autorů tohoto textu napsal o této problematice detailnější článek,¹⁰ přesto alespoň v krátkosti deklarujeme, že jasný a bezprostřední kauzální vztah mezi zvýšením bilance centrální banky a nárůstem míry inflace neexistuje.

Kurzový závazek měl v letech svého působení vliv na míru inflace kvůli pro-inflačním dopadům slabšího kurzu koruny a částečně také v důsledku úspěšného zvýšení inflačních očekávání domácích ekonomických subjektů. Je ale nezbytné mít na vědomí, že příčinou růstu míry inflace v těchto letech nebyla expanze bilance naší centrální banky *per se*. Zvýšení bilance ČNB bylo pouze neodvratným důsledkem jejích devizových intervencí za účelem udržení kurzu koruny v pásmu nad hranicí 27 CZK/EUR. Na vývoj míry inflace měl však vliv výhradně onen oslabený kurz koruny, a nikoli objem devizových rezerv ČNB, jenž dosáhl svého zdaleka největšího růstu na konci kurzového závazku.

Není přitom pravděpodobné, že by kurzový závazek měl dopad na nedávnou epizodu mimořádně vysoké míry inflace. Měnověpolitická rozhodnutí sice prokazatelně mají značné zpoždění, nikoli však 4 roky či ještě déle. Správnější by bylo tvrdit, že nastavení měnové

¹⁰ DRÁBEK, Štěpán. *Způsobilo vysokou míru inflace v ČR „tlačení peněz“? Aneb proč inflace není vždy a všude peněžní jev*. Online. Hospodářské noviny. 25. 3. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-67307640-inflacni-vlna-zazehnana-nyni-prisel-cas-podivat-se-co-za-ni-ve-skutecnosti-stalo>. [cit. 2024-10-20]. Otištěno v této knize jako Dodatek 4.

politiky po ukončení kurzového závazku se nám nyní zpětně jeví jako příliš uvolněné. Tedy lze říci, že úrokové sazby měly být zvyšovány podstatně dříve, rychleji a na vyšší úrovni. Nikoli kurzový závazek, nýbrž nedostatečně přísná měnová politika v posledních letech stála z velké části za skončivší inflační epizodou.

Makroekonomické dopady kurzového závazku

Připomeňme, že primárním účelem kurzového závazku bylo zabránit deflaci a zvrátit nepříjemné tendence v české ekonomice.

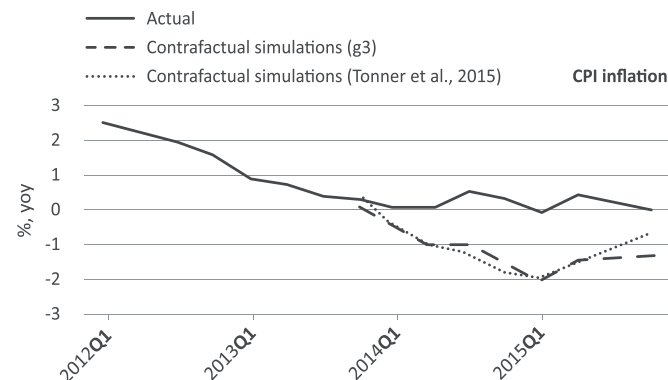
Pro evaluaci výhodnosti tohoto mimořádného opatření je tedy nutné zvážit, jaký vliv mělo cílené oslabování koruny na klíčové makroekonomické veličiny.

Začněme hrubým domácím produktem. Dle ČNB oslabení koruny výrazně přispělo k ekonomickému oživení, které nastalo již v roce 2014.¹¹ Jan Brůha a Jaromír Tonner z ČNB ve své studii dokládají, že růst reálného HDP byl díky kurzovému závazku v roce 2014 vyšší o 1,2 p. b. a v roce 2015 o 0,6 p. b.¹² Vycházejíce z alternativního modelu (postaveném na jiné metodě výpočtu) popisují titíž autoři, že oslabení koruny přispělo v roce 2014 k růstu reálného HDP o 0,8 p. b. a v roce 2015 o 0,6 p. b.¹³

¹¹ FILÁČEK, Jan a KRÁL, Petr. *Ohlédnutí za ukončeným kurzovým závazkem*. Online. Zpráva o inflaci – příloha. Roč. 2017, č. II. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Ohlednuti-za-ukoncenym-kurzovym-zavazkem>. [cit. 2024-10-20].

¹² BRŮHA, Jan a TONNER, Jaromír. *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience*. Online. Czech National Bank – Working Paper Series. Roč. 2017, č. 4. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2017_04.pdf. [cit. 2024-10-20].

¹³ TONNER, Jaromír; TVRZ, Stanislav a VAŠÍČEK, Osvald. *Labour Market Modelling within a DSGE Approach*. Online. Czech National Bank – Working Paper Series. Roč. 2015, č. 6. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2015_06.pdf. [cit. 2024-10-20].



Efekt kurzového závazku na míru inflace a její odhadovaný vývoj bez tohoto opatření. Zdroj: Brůha; Tonner (2018).¹⁴

Dále je také důležité, jak se po zavedení kurzového závazku vyvíjela míra nezaměstnanosti či obecněji situace na tuzemském trhu práce. Podíl nezaměstnaných osob na celkovém obyvatelstvu majícím od 15 do 64 let činil v prosinci 2013 (tj. měsíc po zavedení kurzového závazku) dle dat MPSV 8,2 %. V prosinci roku 2017 pak míra nezaměstnanosti činila pouze 3,8 %. Míra nezaměstnanosti klesla z velké míry právě díky hospodářskému oživení, jež bylo důsledkem oslabování koruny ze strany ČNB.

Nejdůležitější je však vzhledem k mandátu ČNB to, kterak se vyvíjela míra inflace a jaký vliv na to měl právě kurzový závazek. Jedním ze závěrů výzkumu Jan Brůhy a Jaromíra Tonnera je, že kurzo-

¹⁴ BRŮHA, Jan a TONNER, Jaromír. *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-Post Assessment of the Czech Experience*. Online. Czech Journal of Economics and Finance. 2018, roč. 68, č. 6. Dostupné z: https://journal.fsv.cuni.cz/storage/1424_537_549_bruha_tonner_final_issue_06_2018.pdf. [cit. 2024-10-20].

vý závazek zabránil tomu, aby se míra inflace dostala do záporných hodnot.¹⁵ Nebýt jej, míra inflace by v roce 2015 činila až –2 %. Stejní autoři ve své jiné studii dokládají, že kurzový závazek zvýšil míru inflace v roce 2014 o 1,2 p. b. a v roce 2015 o 1,8 p. b.¹⁶ Jejich alternativní model indikuje podobné hodnoty: 1,2 p. b. v roce 2014 a 1,5 p. b. v roce 2015. Toto opatření ČNB tedy ovlivnilo míru inflace přesně zamýšleným způsobem a přineslo to, co bylo jeho účelem.

Článek vyšel dne 14. 8. 2024 v *Hospodářských novinách* a dne 15. 8. 2024 i v jejich tištěné verzi. DRÁBEK, Štěpán a KYLAR, Martin. Bylo oslabování koruny největší chybou ČNB? Aneb jak to doopravdy bylo s kurzovým závazkem. Online. *Hospodářské noviny*. 14. 8. 2024. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-67349970-bylo-oslabovani-koruny-nejvetsi-chybou-cnb-aneb-jak-to-bylo-s-kurzovym-zavazkem>. [cit. 2024-10-20].

¹⁵ BRŮHA, Jan a TONNER, Jaromír. *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-Post Assessment of the Czech Experience*. Online. *Czech Journal of Economics and Finance*. 2018, roč. 68, č. 6. Dostupné z: https://journal.fsv.cuni.cz/storage/1424_537_549_bruha_tonner_final_issue_06_2018.pdf. [cit. 2024-10-20].

¹⁶ BRŮHA, Jan a TONNER, Jaromír. *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience*. Online. *Czech National Bank – Working Paper Series*. Roč. 2017, č. 4. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2017_04.pdf. [cit. 2024-10-20].

Licoměrnost kritiků kurzového závazku

Nestranného pozorovatele musí fascinovat, s jakou vlnou kritiky médií a veřejnosti se kurzový závazek setkal. Ba co víc, toto opatření bývá po většinou vnímáno negativně i dnes. A to přesto, že zavedení kurzového závazku bylo nejen plně v souladu s moderními poznatky makroekonomie, ale také se *ex post* ukazuje, že se jednalo o velice úspěšný krok.

Co je však ještě více zarážející, je fakt, že kurzový závazek bývá ostře kritizován některými členy současné bankovní rady ČNB, v čele s guvernérem Michlem, který jej dokonce označuje za jednu z hlavních měnověpolitických chyb.¹⁷ A nechybí ani neopodstatněné nařčení tohoto opatření ze zavinění dvojciferné míry inflace v posledních letech. Hodilo by se zde říci, že zatímco období kurzového závazku bylo doprovázeno vysokým hospodářským růstem a nízkou mírou inflace, poslední roky byly obdobím vážné cenové nestability. A ta měla nesrovnatelně horší makroekonomické důsledky než věčně napadaný kurzový závazek.

¹⁷ MICHL, Aleš. *Cíl*. Online. Diskusní fórum ČNB 2024. 23. 4. 2024. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Cil/>. [cit. 2024-10-20].

Štěpán Drábek

Pojednání o podstatě a původu inflace v České republice 2020–2023

The publication is supported
by the Friedrich Naumann Foundation for Freedom.

The Friedrich Naumann Foundation for Freedom
is not responsible for the content of this publication,
or for any use that may be made of it. The views expressed
herein are those of the author alone.

These views do not necessarily reflect those of the Friedrich Naumann
Foundation for Freedom.

Praha 2024

První vydání

Vydal Institut liberálních studií, Veselá 52, 756 51 Zašová

Předmluva Mojmír Hampl

Odborný redaktor Pavel Potužák

Jazyková korektura Martin Pánek

Sazba a grafická úprava Barbora Ondřichová

Obálka Barbora Ondřichová

Vytiskla Tiskárna Miloslav Kyjevský – F. G. P. studio

www.inlist.cz



**FRIEDRICH NAUMANN
FOUNDATION** For Freedom.

Central Europe



www.opkyselac.cz

OPERACE Kyseláč

Humanitární mise na Ukrajinu

Naši humanitární misi na Ukrajinu můžete podpořit platbou přes tyto QR kódy

platba na účet



BTC LN platba



Děkujeme za každý váš příspěvek!
www.opkyselac.cz

