

Mylné desatero guvernéra Michla aneb příběh inflace v ČR

15. KVĚTNA 2023 – V této analýze podrobujeme kritice některé výroky guvernéra České národní banky Aleše Michla, které – nejsou-li zcela chybné – pak alespoň obsahují jisté prvky, jež jsou v přímém rozporu s jeho jinými tvrzeními anebo působí zavádějícím dojmem.

Součástí analýzy je i osvětlení jednotlivých druhů inflace a rovněž zodpovězení zásadní otázky, zda nynější inflace v ČR – potažmo ve světě – vykazuje známky spíše poptávkového, nebo nákladového charakteru, a jaká by vzhledem k tomu měla být odezva měnových autorit.

Štěpán Drábek

Štěpán Drábek je tvůrcem projektu *Ekonomie Jednoduše*. Je vicemistrem republiky 2022 v Ekonomické olympiádě.

Liberální institut

Český nezávislý think-tank založený v únoru 1990.

Svoboda jednotlivce, minimální vláda, volný trh a mír.

Obsah

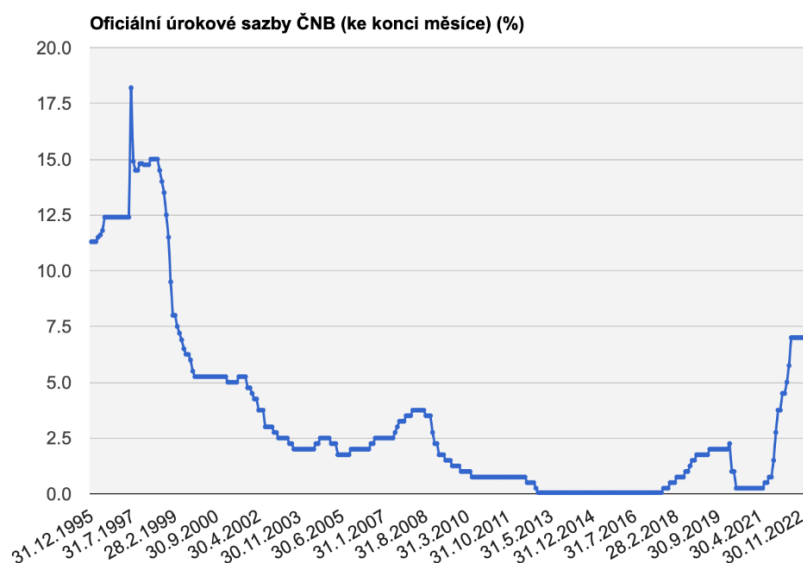
Mylné desatero guvernéra Michla aneb příběh inflace v České republice	2
1. Výrok č. 1: „Úrokové sazby jsou nejvyšší od roku 1999...“	2
2. Výrok č. 2: „... což brzdí zadlužování lidí a roztáčení další inflace.“	5
3. Výrok č. 3: „Je potřeba, aby podobně přísná byla i rozpočtová politika.“	6
4. Výrok č. 4: „Nutností je snižovat deficit státního rozpočtu – méně dluhů rovná se méně inflace.“	8
Inflace – nákladová či poptávková?	10
5. Výrok č. 5: „I když se do toho léta 2022 výrazně zvyšovaly úrokové sazby, ceny i inflační očekávání pořád rostly. Proto jsme měnovou politiku upravili.“	23
6. Výrok č. 6: „Přihlásil jsem se k silné koruně.“	25
7. Výrok č. 7: „Brzdí růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což brzdí růst množství peněz v ekonomice.“	27
8. Výrok č. 8: „V těch dvou státech [USA a Německo] nerostly loni tak rychle sazby jako u nás, a přesto mají teď inflaci výrazně nižší.“	28
9. Výrok č. 9: „Naopak, chystáme se ještě nakupovat zlato, abychom diverzifikovali.“	28
10. Výrok č. 10: „... abychom drželi bohatství pro naši republiku a vytvořili zlatý národní poklad, který byl v minulosti rozprodán.“	30
Závěr.....	31
Citovaná literatura.....	35

Mylné desatero guvernéra Michla aneb příběh inflace v České republice

V této analýze podrobuji kritice některé výroky guvernéra České národní banky Aleše Michla z rozhovoru pro Blesk ze dne 14. 2. 2023,¹ které – nejsou-li zcela chybné – pak alespoň obsahují jisté prvky, jež jsou v přímém rozporu s jeho jinými tvrzeními anebo působí zavádějícím dojmem. Součástí analýzy je i osvětlení jednotlivých druhů inflace a rovněž zodpovězení zásadní otázky, zda nynější inflace v ČR – potažmo ve světě – vykazuje známky spíše poptávkového, nebo nákladového charakteru, a jaká by vzhledem k tomu měla být odezva měnových autorit.

1. Výrok č. 1: „Úrokové sazby jsou nejvyšší od roku 1999...“

Fráze, že úrokové sazby jsou nejvyšší za posledních více než dvacet let, je oblíbeným tvrzením Aleše Michla, které od počátku svého působení ve funkci guvernéra často opakuje. Je sice pravdou, že nominální úrokové sazby ČNB (konkrétně klíčová **dvoutýdenní repo sazba**, za kterou si mohou komerční banky ukládat volnou likviditu u centrální banky²) byly na podobných úrovních, jako jsou dnes, naposledy v roce 1999. Ovšem tento výrok je třeba dát do souvislostí, jinak se jedná jen o půlku příběhu. Máme totiž také nejvyšší míru inflace za poslední více než dvě dekády!



Obr. 1: Vývoj 2T repo sazby ČNB. Zdroj: [ČNB](#), [ARAD](#)

¹ Viz <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Od-jara-ma-inflace-klesat/>.

² K fungování repo tendrů viz <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/11-operace-cnb-na-volnem-trhu/>.

Pro překonání inflace není ani tak důležitá nominální, jako spíše reálná úroková míra. Právě ta nám totiž sděluje informaci, jak přísně či uvolněně měnová politika působí. *Taylorovo pravidlo* (tj. stěžejní teoretický koncept, kterým se řídí centrální banky po celém světě při stanovení vlastních úrokových sazeb) ve svém základním znění říká, že chce-li centrální banka zmírnit růst cenové hladiny, musí zvýšit svoji úrokovou sazbu relativně rychleji, než jakým tempem roste inflace. Jinými slovy, růst inflace musí následovat růst **reálné** úrokové míry, tj. úrokové sazby očištěné o míru inflace, *et vice versa*.³

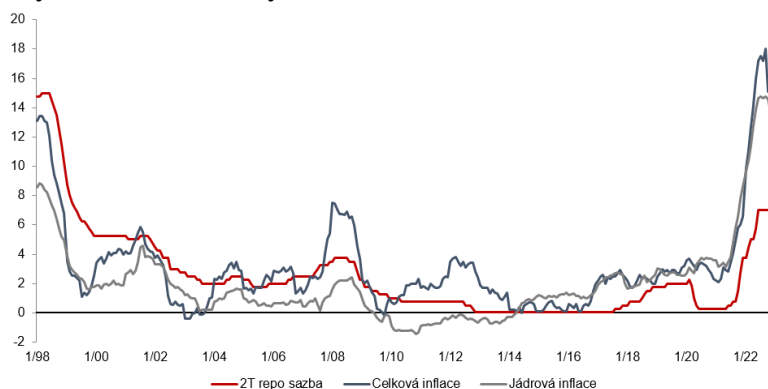
Zjednodušená podoba Taylorova pravidla může vypadat následovně⁴:

$$i = r^* + \pi + 0,5 \times (\pi - \pi T) + 0,5 \times (Y - Y^*), \text{ kde:}$$

i je nominální úroková sazba centrální banky, r^ přirozená (rovnovážná) reálná úroková míra, π míra inflace, πT inflační cíl centrální banky, Y reálný produkt a Y^* potenciální produkt.*

Z této rovnice vyplývá, že – za předpokladu, že reálný produkt je přesně na úrovni potenciálního produktu ($Y = Y^$) a že inflace je přímo na cíli měnové autority ($\pi - \pi T = 0$) – hodnota úrokové sazby centrální banky je determinována součtem výše přirozené úrokové míry a míry inflace.*

To, že nominální úrokové sazby vzhledem k jejich historickému vývoji nabývají docela vysokých hodnot, samo o sobě nic neznamená. A rozhodně to neimplikuje, že je měnová politika dostatečně restriktivní. Zvýšení úrokových sazeb totiž ne vždy brzdí inflaci. Úrokové sazby je proto nezbytné srovnávat s výší inflace.



Obr. 2: Úrokové sazby ČNB a inflace v meziročním vyjádření. Zdroj: [ČNB, čnBlog](#)

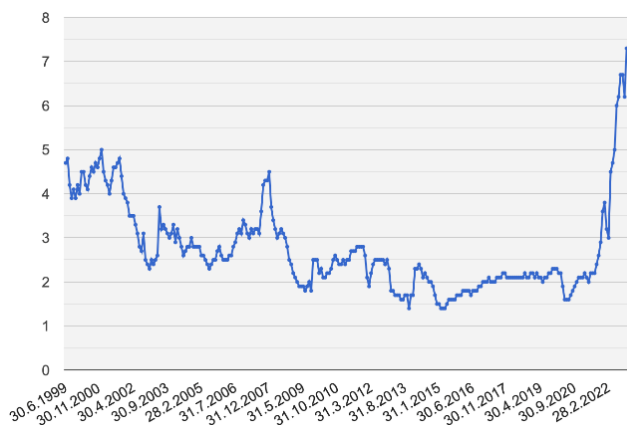
³ (Potužák, 2017)

⁴ Koeficienty $\theta \pi$ (tj. síla reakce centrální banky – o kolik se zvýší nominální úroková sazba měnové autority v závislosti na odchylce skutečné inflace od její cílové hodnoty) a θy (tj. razance, s jakou centrální banka reaguje na stav ekonomické konjunktury) v této rovnici pro zjednodušení výkladu nabývají stejné váhy, a sice 0,5. (Tomšík, 2011) Takovou hodnotu jim ve své původní práci ostatně přiřadil sám John B. Taylor. (Taylor, 1993).

Reálná úroková míra (tj. nominální úroková sazba – míra inflace) je dnes hluboce v záporu, někde okolo **-10 %**. Tato formulace, která se často objevuje v komentářích ohledně monetární politiky ČNB, však není úplně přesná. Měnová politika by totiž měla být vždy tzv. „vpředhledící“, jelikož na ekonomiku působí s určitým zpožděním. Pro správné nastavení úrokových sazeb není až tak důležité, co se v ekonomice již událo či právě teď děje, ale co se očekává, že se v ní bude dít za rok až dva. To znamená, že, chceme-li znát výši reálné úrokové míry, je potřeba od úrokových sazeb centrální banky odečíst očekávanou inflaci, a nikoli tu aktuálně udávanou, kterou už centrální banka nemá možnost ovlivnit.

Jak na blogu ČNB vysvětlují viceguvernér Jan Frait a poradce bankovní rady ČNB Jakub Matějů, *inflace je věcí minulosti a na dnešní ekonomická rozhodování lidí a firem nemá zásadní vliv*.⁵ Mnohem relevantnější je proto vyjádření reálné úrokové sazby „*ex ante*“ (tj. úroková sazba – očekávaná inflace) než to „*ex post*“ (tj. úroková sazba – aktuální míra inflace).⁶

Ovšem nyní vyvstává otázka, která inflační očekávání by centrální banka měla pozorně sledovat a zahrnovat do svých výpočtů reálné úrokové sazby? Ta finančních, nebo nefinančních podniků? Anebo snad domácností? Která z nich jsou důležitější? A v jakém horizontu? Je navíc dobře známo, že inflační očekávání jsou těžko měřitelná a jejich výpočet proto nikdy není zcela spolehlivý. A k tomu všemu, každý podnik i domácnost mohou mít svá/jiná inflační očekávání.



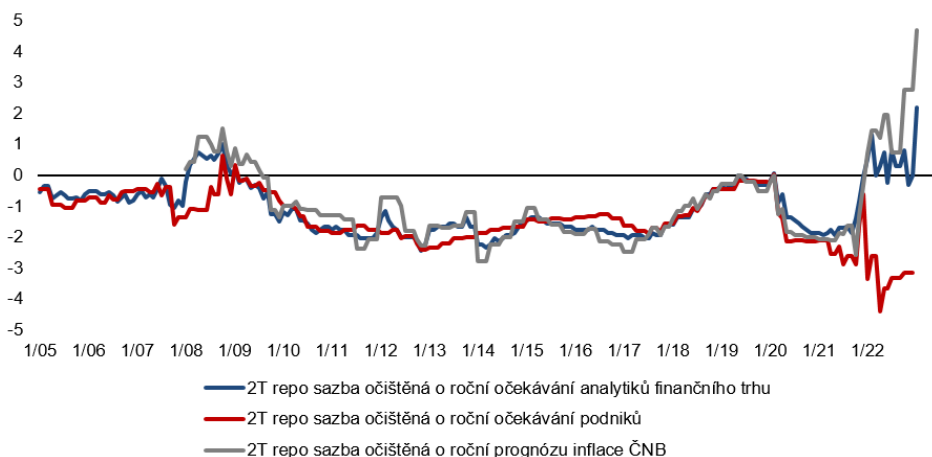
Obr. 3: Inflační očekávání finančních trhů s výhledem na jeden rok, měsíční data. Zdroj: [ČNB, ARAD](#)

⁵ Viz https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Jsou-urokove-sazby-ve-srovnani-s-inflaci-opravdu-nezvykle-nizke/.

⁶ Ex ante vyjádření reálné úrokové míry ($r_t = i_t - E_t \pi_{t+1}$) je relevantnější než ex post vyjádření ($r_t = i_t - \pi_t$) za předpokladu, že inflační očekávání nejsou dokonale adaptivní, tj. nepřizpůsobují se přesně aktuální míře inflace ($E_t \pi_{t+1} \neq \pi_t$). Jinak by platilo, že jsou obě vyjádření zcela totožná. Viz (Mankiw, 2009).

Inflační očekávání finančních trhů s výhledem na jeden rok (což jsou pro ČNB zrovna velice příznivá data) se dnes nachází blízko úrovně **4 %**. A to by znamenalo, že reálná úroková míra v ČR činí **3 %** ($7\% - 4\% = 3\%$). Zde je však nutné dodat, že inflační očekávání nefinančních podniků zdaleka nevycházejí tak pozitivně a pokud by byla zahrnuta do výpočtu reálné úrokové sazby, tak ta by dosahovala záporných hodnot.⁷

Okolo inflačních očekávání zkrátka panuje značná nejistota. Rozpětí, v němž se mohou pohybovat je velké, a proto je pro ČNB nadmíru náročné určit jejich správnou výši a tu zakomponovat do svých modelů. Proto si nemyslím, že je smysluplné se zde přít o to, zda ta či ona výše těch kterých inflačních očekávání adekvátně odpovídá realitě; tuto polemiku ponechme statistikům.



Obr. 4: *Ex ante* reálné měnověpolitické sazby ČNB. Zdroj: [ČNB](#), [čnBlog](#)

2. Výrok č. 2: „... což brzdí zadlužování lidí a roztáčení další inflace.“

Zde je radno podotknout, že to, že jsou úrokové sazby na úrovni, která brzdí roztáčení inflace, není totéž, jako by inflaci tlumily, postupně ji snižovaly. To, že – dle slov Aleše Michla – nepřispívá současná výše úrokových sazeb k dodatečnému zrychlení inflace, ještě není důvod

⁷ Dle statistického měření ČNB jsou inflační očekávání podnikových manažerů s výhledem na 1 rok na úrovni 8,9 % a ty s výhledem na 3 roky dosahují hodnoty 6,2 %. To by znamenalo, že záporná reálná úroková míra by vzešla jen z toho výpočtu, v němž by byla zahrnuta ona inflační očekávání s výhledem na jeden rok ($7\% - 8,9\% = -1,9\%$). Viz

https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=21937&p_uka=1,2&p_strid=ACAB&p_od=199906&p_do=202303&p_lang=CS&p_format=4&p_decsep=,

jásat. Inflaci je třeba nejenom zpomalit (tj. zmírnit tempo jejího růstu), ale i snížit a ideálně ji přímo vrátit k 2% cíli centrální banky.

3. Výrok č. 3: „Je potřeba, aby podobně přísná byla i rozpočtová politika.“

Pan guvernér opakovaně naléhá na vládu, aby také přiložila ruku k dílu v boji s inflací. Jistě, konsolidace veřejných financí by pro ČR byla žádoucí v mnoha ohledech, a to nejen co se inflace týče. Nižší deficity státního rozpočtu by samozřejmě působily protiinflačně. Ale je v tom jeden háček. Vláda má i jiné povinnosti a v současné době čelí dalším velkým obtížím.

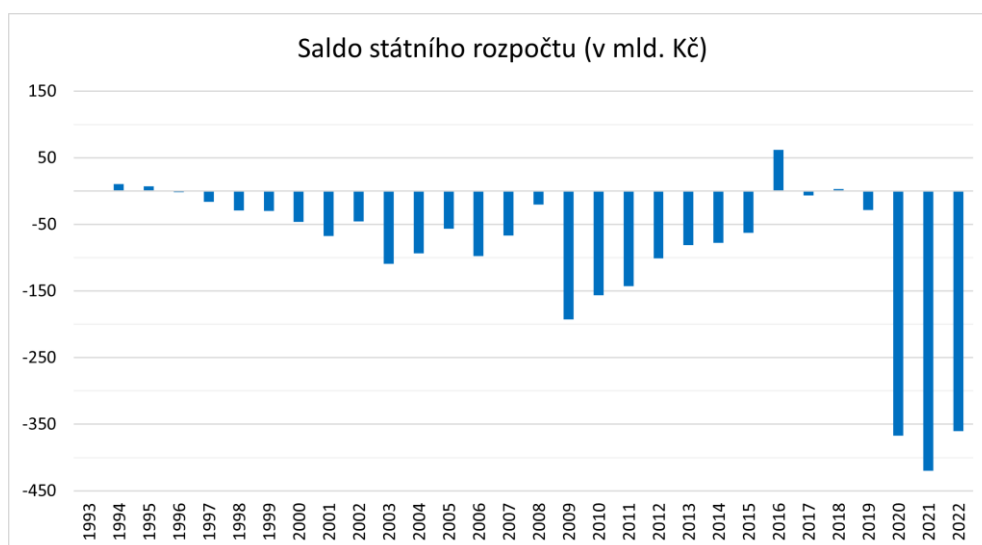
Ovšemže je alespoň částečná koordinace měnové a fiskální politiky nyní namístě. Pokud by Česká národní banka táhla s vládou za jeden provaz, inflaci bychom pravděpodobně přemohli mnohem dříve. Nicméně centrální banka by se na vládní součinnost rozhodně neměla spoléhat. Ostatně je to právě Česká národní banka, pro kterou jako jedinou instituci platí, že péče o cenovou stabilitu je hlavní náplní její práce. Jak výstižně konstatuje bankovní radní ČNB Jan Kubíček: *„Stále platí, že ČNB musí inflaci snížit, ať již bude nebo nebude fiskální konsolidace úspěšná. Pokud se nepodaří fiskální deficit nějak utlumit, bude muset být měnová politika přísnější.“*⁸

Abych nebyl pochopen špatně – je nepopíratelné, že za nynější inflaci stojí i prázdnotou zející díra ve státním rozpočtu. Bezprecedentní deficity veřejných financí představují nebezpečné inflační tlaky.⁹ Názor, že se dokonce jedná o její dominantní hybnou sílu, není mezi ekonomy tolik ojedinělý.¹⁰

⁸ Viz <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Inflace-se-dostane-k-cili-pristi-rok.-Na-snizovani-sazeb-na-podzim-to-ale-nevidim/>.

⁹ Bankovní radní ČNB Jan Procházka považuje vysoký strukturální deficit jako jednu ze dvou hrozeb (vedle přehřátého trhu práce) setrvalejší inflace, kvůli níž by mohlo dojít ke změně v dosavadním přístupu ČNB, která by na některém z dalších měnověpolitických zasedání zvýšila své úrokové sazby. Viz <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Pokud-mzdy-porostou-moc-rychle-sazby-muzeme-zvednout-uz-v-kvetnu/>.

¹⁰ Dle tzv. *fiscal theory of the price level* je inflace chápána jako ryze fiskální fenomén – její výše se mění tak, aby se reálná hodnota veřejného dluhu rovnala současné hodnotě budoucích primárních přebytků státního rozpočtu. Viz (Cochrane, 2022).



Obr. 5: Saldo státního rozpočtu ČR, mld. Kč. Zdroj: [Národní rozpočtová rada](#)

Mimořádné vládní výdaje v časech pandemie (které však ne vždy souvisely se samotným virem SARS-CoV-2¹¹) přinesly své hořké plody. Existuje totiž skutečná hrozba, že jsme si na různé vládní kompenzace a podporu všeho druhu již navykli. Někteří v tomto duchu tvrdí, že v důsledku oněch nedávných státních zásahů do ekonomiky byla zcela zpřetřhána vazba mezi výkony a nároky – učiněnými zásluhami a očekávaným odměněním.¹²

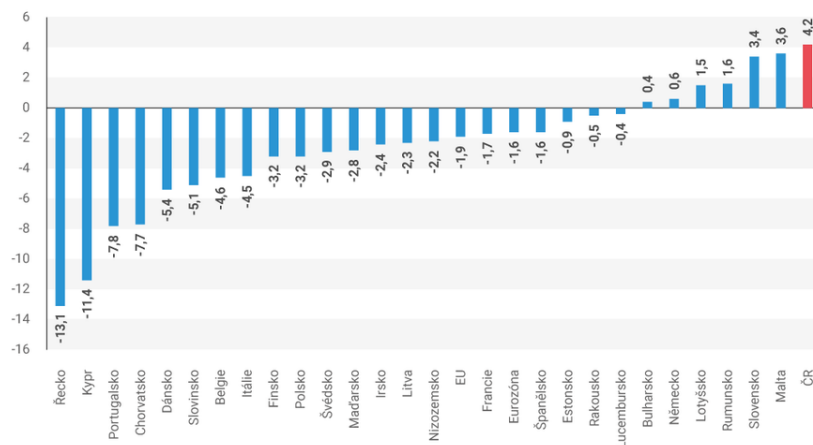
Češi byli, obecně vzato, vždy národem finančně nadmíru obezřetným a konzervativním.¹³ A to se přímo odráželo i na stavu našich veřejných financí, které takřka nikdy netrpěly chronickými potížemi. Vypadá to, že však došlo k náhlému zvratu. ČR se mezi lety 2020 a 2021 zadlužovala (relativně k HDP) vůbec nejrychleji ze všech zemí EU. Strukturální deficit činí ohromná 3 % HDP (cca 220 mld. Kč).

¹¹ Jak uvádí výroční zpráva Nejvyššího kontrolního úřadu, z meziročního zvýšení vládních výdajů v roce 2020 (291,2 mld. Kč) nesouvisela více než polovina s pandemií COVID-19 (146,6 mld. Kč). Viz <https://www.nku.cz/assets/publikace-a-dokumenty/vyrocní-zprava/vyrocní-zprava-nku-2020.pdf>.

¹² Viz např. novou publikaci Václava Klause (Klaus, 2022). Tutéž obavu z jakési „nárokové společnosti“ opakovaně sdílí i guvernér Aleš Michl (viz např. <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Pet-Rasinovych-myslenek-ktere-pomohou-i-dnes/>) a viceguvernérka Eva Zamrazilová (viz např. její přednášku pro Institut Václava Klause https://www.youtube.com/live/_Yp38tiuiU?feature=share&t=1964).

¹³ (Hampl, 2019)

Změna zadlužení veřejných financí mezi rokem 2021 a 2020 v procentních bodech HDP



Obr. 6: Změna zadlužení veřejných financí zemí EU mezi lety 2020 a 2021. Zdroj: MFČR a Eurostat

Avšak zdá se, že neuduhy našich veřejných financí náš elektorát nikterak zásadně netrápí, a to navzdory jejich obrovským proporcím. Řeč se dnes vede spíše o tom, aby vláda občanům v tíživé situaci ještě více pomáhala, k tomu zvyšovala své výdaje na školství, zdravotnictví a armádu („Jsou to přece strategická odvětví, bez nichž nemůže naše země dlouhodobě prosperovat!“) a zároveň se snažila prosadit snížení stávajících daňových sazeb a nadto řešila i mimořádné deficity státního rozpočtu. Předseda Národní rozpočtové rady Mojmír Hampl tuto veřejnou diskusi trefně nazývá „fiskální lobotomií“¹⁴, jelikož se jedná o cíle vzájemně neslučitelné, ba přímo dokonale rozporné.

4. Výrok č. 4: „Nutností je snižovat deficit státního rozpočtu – méně dluhů rovná se méně inflace.“

V tomto výroku snad není možné přehlédnout do očí bijící názorovou nekonzistenci. Pan guvernér na jedné straně opakovaně a již od vzednutí inflace v roce 2021 deklaruje, že za inflaci mohou zejména globální nákladové tlaky. Ovšem zde nám sděluje, že proto, abychom inflaci

¹⁴ Toto označení s oblibou užívá Mojmír Hampl poměrně často. Viz např. <https://video.aktualne.cz/spotlight/spotlight-rozhovor-mojmir-hampl-video/r~6b4e7a76ca3cued8b4eocc47ab5f12/>.

opět dostali ke zdravým úrovním, je nejen správné, ale vyloženě nutné snižovat deficit státního rozpočtu. Rozhazovačná rozpočtová politika vlády je však ryze poptávkový inflační tlak!

Slovy ekonoma Pavla Potužáka je guvernérova výzva ke spoření jak na osobní, tak na vládní úrovni, licoměrná.¹⁵ Důvod je prostý. Jestliže Aleš Michl tvrdí, že naše inflace je poptávkového charakteru (ač je to v téměř dokonalém rozporu s jeho jinými výroky, z tohoto tvrzení to přesto jasně vyplývá) a vláda tak může přispět k jejímu snížení, pak se jakékoli odůvodnění pro zdrženlivost centrální banky v dodatečném utahování měnové politiky stává lichým. Ústřední argument pro stabilitu sazeb tak v tuto chvíli přestává být pádným.

Centrální banka má v rukou zcela klíčový nástroj pro snižování agregátní poptávky. (Reálná) tržní úroková sazba (na jejíž výši mají úrokové sazby ČNB nesporný vliv) je klíčovou cenou, která rozhoduje o (mezičasových) plánech producentů i spotřebitelů a jejich zájmy sladuje do vzájemně prospěšné rovnováhy.

Růst (reálných) úrokových sazeb utlumuje agregátní poptávku, a to zejména ty její složky, které jsou na jejich změnu nejvíce citlivé. Skrze několik různých kanálů transmisního mechanismu měnové politiky působí na pokles cenové hladiny (resp. tempa jejího růstu – míry inflace). Nanejvýš důležitý je přitom vliv úrokových sazeb na tzv. intertemporální substituci. Řečeno nejjasněji, vyšší tržní úrokové sazby motivují spíše k odložení spotřeby statků než k jejímu uskutečnění (v jejich důsledku tak dochází k vyšší míře úspor). Podniky mají zase při vyšších úrokových sazbách sklon nepouštět se do nových investičních projektů, jelikož se snižuje současná hodnota budoucích příjmů, které se od dané investice očekávají. Výše popsané lze jednoduše shrnout do tvrzení, že růst reálných úrokových sazeb zapříčiňuje pokles spotřebitelské, jakož i investiční poptávky, a tyto faktory dále tlačí na pokles míry inflace.

Zvyšování úrokových sazeb má však i svoji stinnou stránku. Může totiž vést ke krachu nemála ekonomických subjektů, a dokonce i – jak jsme ostatně nyní částečně svědky – k ohrožení finanční stability.¹⁶ Rostoucí úrokové náklady se mohou stát neúnosnými, což může vyústit až

¹⁵ Viz <https://twitter.com/PavelPotuzak/status/1625608198060212225>.

¹⁶ Dluhopisový trh se svojí tržní kapitalizací rozrostl do nevídaných rozměrů. Státní dluhopisy představují vážnou část aktiv nejen domácích, ale i zahraničních bankovních subjektů. Inverzní vztah mezi cenou a výnosem dluhopisů může (v důsledku zvyšování úrokových sazeb centrálních bank) vést k obrovské účetní ztrátě komerčních bank, což zase může mít neblahý dopad na důvěryhodnost, kterou dosud banka měla u svých klientů. Kvůli náhle přicházející poptávce klientů bank po výběru svých depozit v důsledku obavy z insolventnosti daného subjektu, musí banky neprodleně prodávat část svých méně likvidních aktiv, a to i pod cenou (tedy například dluhopisy, u kterých nebyla dovršena doba jejich splatnosti) a mohou se tak rázem stát nelikvidními. Banky se inherentně potýkají s problémem tzv. *maturity*

v to, že podniky pod jejich tíhou ukončí svoji činnost. Dlouhou dobu jsme žili v prostředí nulových (reálných, ale i nominálních) úrokových sazeb (to, zda dřívější nastavení měnové politiky odpovídalo tehdejší situaci, ponechme stranou; ačkoli někteří stále nejsou s to uvěřit, že nulové nominální úrokové sazby centrálních bank nemusely tvořit expanzivní měnovou politiku – díky podobně nízké přirozené úrokové míře, s níž je vždy nutné porovnávat úrokovou míru centrální banky – jeví se pravděpodobným, že dřívější nastavení měnové politiky odpovídalo tehdejším podmínkám ekonomiky¹⁷). Nic přitom nevykazovalo známky toho, že by mělo dojít ke změně v tomto trendu, a tak není divu, že si na stav dříve nepředstavitelně nízkých tržních úrokových sazeb mnoho ekonomických aktérů zvyklo a považovalo jej za novou normu, které je třeba přizpůsobit své dlouhodobé (investiční) plány. Vypadá to, že svět se změnil. Poslední dobou netrápí makroekonomy deflační tlaky, ale naopak síly pohánějící pádivou inflaci. Nelze bohužel zcela vyloučit nebezpečnou hrozbu, že nynější geopolitické napětí podstatně omezí mezinárodní obchod v té podobě, jak jej dnes známe a že v jeho důsledku se budou národní státy uchýlovat k protekcionistickým opatřením. V souvislosti s válkou na Ukrajině totiž došlo u mnohých občanů k nepříjemnému prozření, když vyšlo na povrch, jak moc jsou jednotlivé země navzájem ekonomicky provázány a jak moc jsou na na sobě – ve smyslu obchodních vztahů – závislé. Právě rozšiřující se globalizace představovala ještě v minulé dekádě jeden z dominantních deflačních tlaků, které centrálním bankám znesnadňovaly dosahování jejich inflačního cíle. Je možné, že tento faktor již pominul a nebude nadále přispívat k růstu agregátní nabídky a skrze něj k poklesu míry inflace.

Inflace – nákladová či poptávková?

Někteří znamenití ekonomové *a priori* odsuzují koncept „náklady tažené inflace“ jako takový, a dokonce jej považují za jeden z nejrozšířenějších bludů v ekonomické sféře. Například F. A. Hayek explicitně tvrdí, že nic takového jako „náklady tažená inflace“ prostě neexistuje.¹⁸ V jiné své práci tentýž autor 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*

mismatch (tj. časový nesoulad mezi krátkodobými pasivy a dlouhodobými aktivy) a mohou se tak rázem stát nelikvidními. Viz např. rozhovor s Janem Berkou <https://youtu.be/gO7Kq7sIXuo> a přednášku Pavla Potužáka https://youtu.be/Egt_do8WgSY?t=3411.

¹⁷ Viz např. (Potužák, Může být přirozená úroková míra nulová? Neoklasický přístup, 2016).

¹⁸ Viz <https://www.margaretthatcher.org/document/114503>.

*k jejich nákupu. Tzv. „náklady tlačená“ inflace je pouze důsledkem růstu množství peněz, který způsobila vláda,...*¹⁹

A třeba takový Henry Hazlitt praví, že je nesmyslné považovat za pravou příčinu inflace růst nákladů už jen z toho důvodu, že náklady (*cost*) jsou jen jiným označením pro ceny (*prices*).²⁰ Cena produktu, za jehož prodej obdrží producent příjem v peněžních prostředcích, není pro nakupujícího ničím jiným než nákladem. Dále, dle slov tohoto autora, zdaleka neplatí, že – ačkoli v dlouhém období mají tržní ceny statků tendenci blížit se mezním nákladům na jejich výrobu – je cena statku v tržní ekonomice determinována náklady na jeho produkci. Spíše je její výše určena ochotou spotřebitelů daný statek při této ceně nakupovat.

Jisté je jen jediné. Inflace je komplexní problém, za který může spleť mnoha propojených i zcela nesouvisejících faktorů – souhra nespočtu nešťastných okolností – a na něž je proto naléhavě nutné nahlížet z širší perspektivy. Bylo by trestuhodné z jejího příchodu osočit jedinou společenskou skupinu (například nechvalně proslulé „chamtivé prodejce energií“), viníků je totiž celá řada. Na následujících řádcích se pokusím *a posteriori* prokázat, že inflace, která naši společnost nyní tolik sužuje, je výlučně poptávkový fenomén.

Jednou z ústředních tezí monetarismu je, že *inflace je vždy a všude peněžní jev*.²¹ Rovnici kvantitativní teorie peněz, která je základním prvkem této úvahy, můžeme zformulovat jako:

¹⁹ (Hayek, Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku?, 1999)

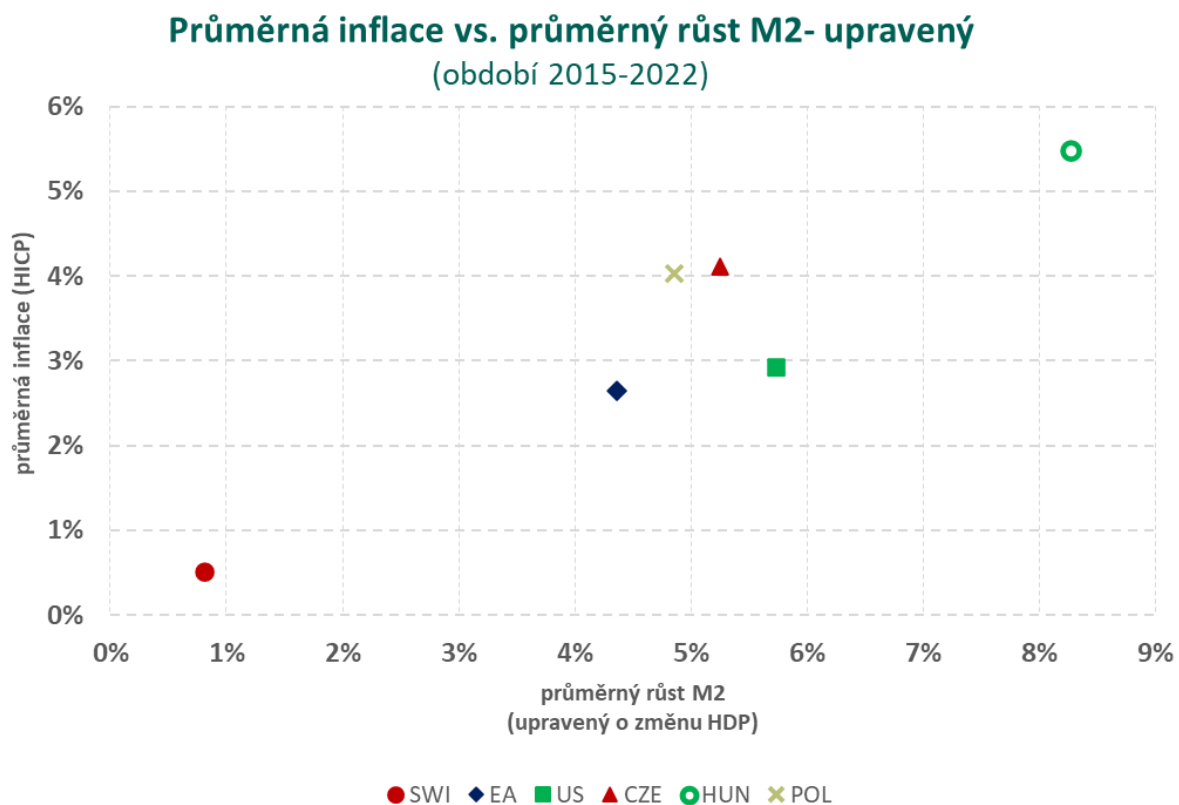
²⁰ (Hazlitt, 1978)

²¹ Viz (Friedman, Inflation: Causes and Consequences, 1963). Původ kvantitativní teorie však lze vystopovat daleko dříve, a to již v dílech Johna Locka a na něho navazujícího Davida Huma. Richard Cantillon, který rovněž brzy rozpoznal vztah mezi peněžní zásobou a cenovou hladinou, si však – na rozdíl od posledních dvou zmíněných – dobře uvědomoval, že změna peněžní zásoby nepůsobí na ceny jednotlivých statků stejnou měrou a u některých odvětví (zejména těch, jež jsou nejbližší k tvorbě peněz) dochází k růstu cen dříve a disproporčně více než u jiných. Jinými slovy změna souhrnné nabídky dostupných peněžních prostředků nemění jen celkovou cenovou hladinu, ale i – pro ekonomická jednání lidí stěžejní – relativní ceny (Rothbard M. N., 2006). To je impozantní myšlenka, která zůstává mnohými ekonomy dodnes nepochopena, zejména kvůli metaforickému pojmenování „cenová hladina“. Toto sousloví totiž navozuje pocit, že ceny rostou ve stejném poměru v tentýž čas (jako hladina kapaliny v nádobě; dojde-li k dalšímu přilítí tekutiny, na všech místech se po čase hladina ustálí na jedné úrovni), což je však – jak si správně povšimnul již Richard Cantillon – nepravda (Mises, 2014). Ostatně je příznačné, že již Adam Smith ve svém *Eseji o dějinách astronomie* upozorňoval, že ačkoli analogie (jejichž prostřednictvím si badatelé vysvětlují jevy v jednom oboru jazykem oboru zcela jiného) mohou v nemnoha případech vést ke geniálním srovnáním, většinou jsou pro svoji schopnost působit zavádějícím dojmem nebezpečné (Hayek, 1995).

$$M \times V = P \times Y,$$

kde **M** jsou peníze, **V** rychlost jejich obratu a **PY** nominální HDP, přičemž **Y** je reálný produkt a **P** všeobecná cenová hladina.

Vycházejme z předpokladu, že **V** coby rychlost, kterou peníze obíhají, je veličinou konstantní a **Y** jakožto reálný produkt v dlouhém období nezávisí na úrovni cenové hladiny, nýbrž na činitelích, jakými jsou *míra akumulace kapitálu*, *technologický pokrok* a *růst pracovní síly*. Pak lze ze znění kvantitativní teorie usoudit, že peněžní zásoba (a její změna v čase) má přímý vliv na vývoj cenové hladiny. Jinými slovy, míra inflace je – dle této teorie – determinována rozdílem mezi reálnou produkcí a růstem peněžní zásoby.



Obr. 7: Průměrná míra inflace ve srovnání s průměrným růstem peněžního agregátu M2 ve vybraných zemích, deflováno o ekonomický vývoj. Zdroj: [Petr Sklenář](#)

Je nutné dodat, že peníze nejsou objektivně definovatelné. Nejedná se totiž o jeden jediný univerzální statek, nýbrž o celé spektrum různých komodit s rozdílným stupněm likvidity. Navíc je zde více než vhodné deklarovat, že nejsou peníze jako peníze. Marně bychom hledali vztah mezi bilancí centrální banky či likviditou obchodních bank a vývojem všeobecné cenové

hladiny (zmiňují to proto, že jsou některé operace měnové autority na mezibankovním trhu chybně lidově označovány jako „tištění peněz“, ač je takovýmto opatřením peněžní zásoba zcela nedotčena a sotva by proto bylo možné hovořit o tisku peněz). Pro naše další bádání je nezbytné vycházet z předpokladu, že pojmem peníze lze označit pouze takové, které se dostanou k jejich konečným uživatelům (běžným lidem, kteří je mohou užít k nákupu statků v ekonomice), a nikoli ty, které ustrnou na mezibankovním trhu a jež z podstaty věci nemohou ovlivnit vývoj spotřebitelských či jakýchkoli jiných cen.

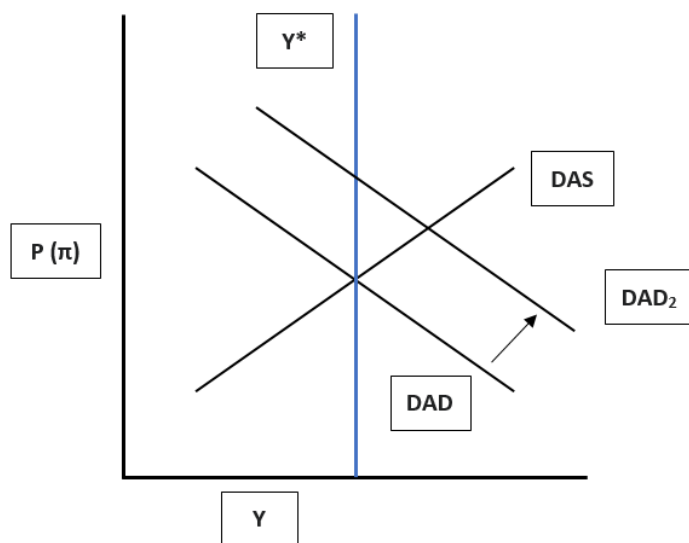
Vazba mezi peněžní zásobou a mírou inflace zdaleka není přímá, a už vůbec ne dokonalá. Ne každý růst peněžní zásoby (jakkoli si ji definujeme) musí mít za následek růst míry inflace. A rozhodně nelze hovořit o stejném tempu růstu ve stejný čas. Není od věci připomenout, že konečným cílem centrálních bank je dnes zpravidla cenová stabilita (resp. jasně stanovená míra inflace), které se snaží dosáhnout především pomocí změn svých krátkodobých úrokových sazeb. Centrální banky většinou opustily úzký režim cílování peněžní zásoby.²² Měnový transmisní mechanismus spočívající v součinnosti centrální banky a komerčních bank, kdy měnová autorita řídí měnovou bázi a skrze peněžní multiplikátor – jehož (maximální) výši určuje centrální banka stanovením *povinné minimální míry bankovních rezerv* (PMR) – ovlivňuje peněžní zásobu a s ní i cenovou hladinu,²³ nahradily na začátku 90. let minulého století nové, účinnější transmisní mechanismy.²⁴ Někdejší guvernér kanadské centrální banky Gerald Bouey kdysi pronesl výrok, který se již stal památným: „*My [kanadská centrální banka] jsme neopustili peněžní zásobu; peněžní zásoba opustila nás.*“ K roli vývoje peněžní zásoby v nynějším inflačním příběhu se však ještě záhy vrátíme.

Inflace není jen dílčím zdražováním některých statků. Jedná se o závažnou nerovnováhu mezi celkovou nabídkou a agregátní poptávkou. Důvody, proč k ní dochází, tedy musíme hledat buďto na straně nabídkové, anebo poptávkové (resp. příčina tkví vždy v určité souhře obojího). Pojďme si nyní pomocí jednoduchého grafického aparátu názorně ukázat, jaké síly stojí za poptávkovou a nákladovou inflací, a tyto znalosti posléze využijeme pro analýzu příčin dnešní inflace (naše pozornost bude přitom upřena zejména na prostředí České republiky).

²² (Jílek, 2004)

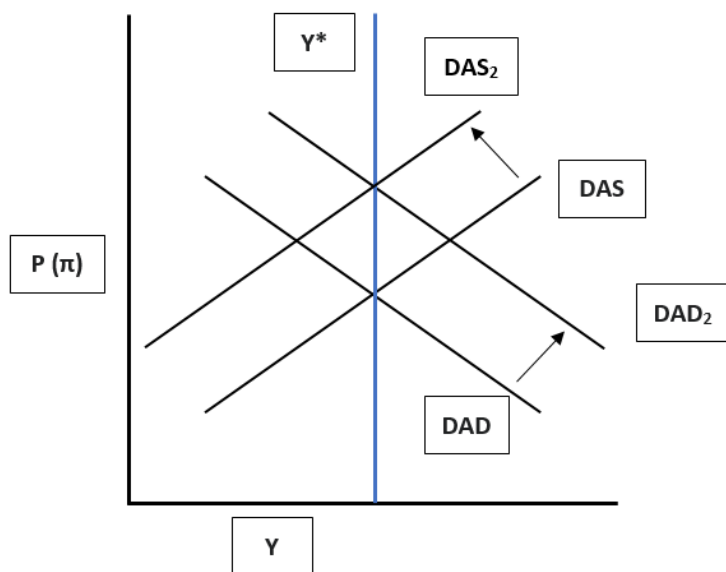
²³ (Reveda, 1999)

²⁴ (Mandel & Tomšík, 2008)



Obr. 8: Poptávková inflace (změna cenové hladiny a reálného produktu jakožto následky růstu agregátní poptávky). Zdroj: Vlastní zpracování.

Graf č. 8 ilustruje případ poptávkové inflace. V důsledku růstu agregátní poptávky (z úrovně **DAD** na **DAD₂**), jehož příčina může spočívat například v expanzi peněžní zásoby (růstu **M** nad rámec poptávky po penězích), dochází k „přehřátí“ ekonomiky, která náhle operuje **nad** svým produkčním potenciálem. Tím, že se – jak je vidno z obrázku – zvyšuje nejen reálná produkce (**Y**), ale i cenová hladina (**P**), resp. míra inflace (**π**), musí zákonitě růst nominální HDP, jelikož ten je součinem oněch dvou veličin. Stručně řečeno, ekonomika zaznamenává rozmach investiční i spotřebitelské poptávky; vyrábí více statků a souběžně s tím roste cenová hladina.

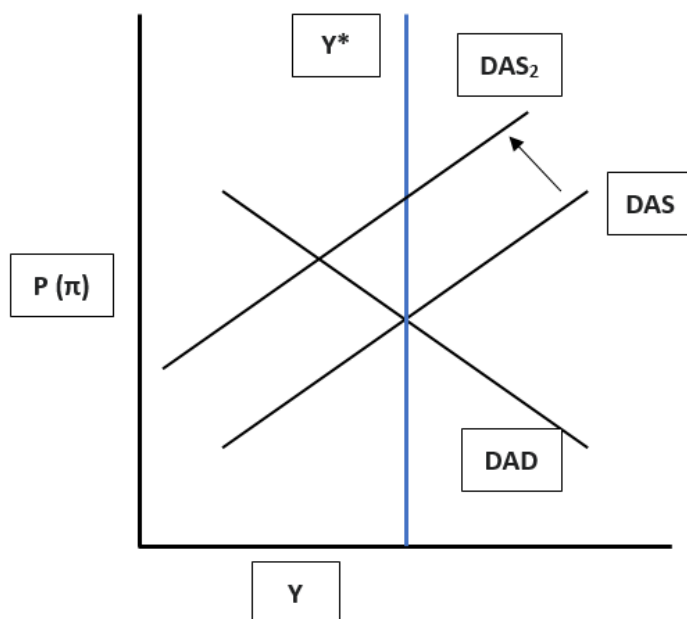


Obr. 9: Poptávková inflace (návrat ekonomiky na produkční potenciál po předešlém růstu agregátní poptávky). Zdroj: Vlastní zpracování

Ekonomika nedokáže dlouhodobě operovat nad vlastním potenciálním produktem (jinými slovy, pozitivní *output gap* neboli produkční mezera je neudržitelná). Třebaže je dočasně možné tuto pomyslnou hranici překročit, brzy se nevyhnutelně projeví tendence vedoucí k návratu skutečného produktu k jeho potenciální úrovni. Jako důvody lze uvést rostoucí cenu lidské práce (jelikož se zaměstnanci domáhají zvýšení svých mezd kvůli poklesu kupní síly jejich příjmů) a jiných vstupů, kteréžto vyvíjejí tlak na opětovný pokles objemu produkce. Navíc některé zprvu zdánlivě výdělečné investiční projekty se postupem času ukáží jako prodělečné, a jsou tak jejich výrobci opuštěny. Reálná produkce klesá a ekonomika je uvržena do recese. Tuto situaci lze shrnout jednou větou: Ekonomika se opět vrací na svůj produkční potenciál, avšak za bolestného stavu vyšší cenové hladiny.

Potenciální produkt je veličinou nepozorovatelnou a neměřitelnou. Jeho výši tak centrální banky pouze odhadují. Co neblahého však může jejich chybný odhad zavinit? Nadhodnocuje-li centrální banka neustále úroveň potenciálního produktu a přizpůsobuje-li jí svoji měnovou politiku, důsledkem se může stát setrvale vyšší míra inflace. Proč tomu tak je? Domnívá-li se odborné složení centrální banky, že v ekonomice jsou nevyužité produkční kapacity (tj. operuje pod vlastním potenciálem), pokusí se podpořit ekonomický růst expanzivní měnovou politikou. Ta má za následek růst cenové hladiny a pouze krátkodobé zvýšení reálné produkce záhy skončí její poklesem a návratem k onomu potenciálnímu produktu. Jestliže centrální banka svoji chybu včas neodhalí, může ji vícekrát opakovat v domnění, že ekonomika stále potřebuje vnější stimul pro patřičný růst. A tak se rázem může dlouhodobě vysoká inflace stát každodenní realitou. K tomu všemu, nepolevující inflace se může dotknout potenciálního produktu jako takového a vést k jeho snížení.

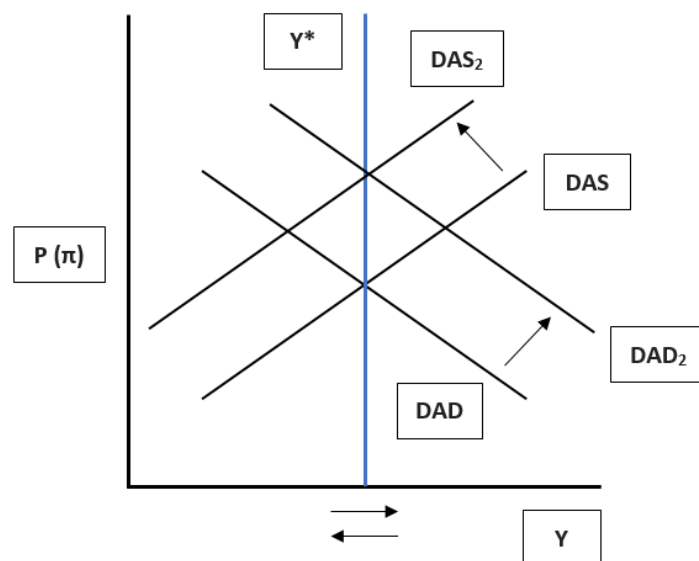
Mnozí přední ekonomové se domnívají, že to byl právě chybný odhad potenciálního produktu, potažmo přirozené úrokové míry (coby další nepozorovatelné veličiny hrající klíčovou roli v modelech centrálních bank), který mohl stát za tím, že se inflační perioda v 70. letech minulého století táhla tak dlouho (dalším nadmíru důležitým faktorem bylo odúkotvení inflačních očekávání a značná ztráta kredibility měnových autorit).



Obr. 10: Nákladová inflace (změna cenové hladiny a reálného produktu v důsledku poklesu agregátní nabídky). Zdroj: Vlastní zpracování.

Po představení základních principů poptávkové inflace nyní přichází na řadu inflace nákladová. Z grafu č. 10, jenž vyobrazuje situaci nákladové inflace, je patrné, že má inflace způsobená poklesem agregátní nabídky zákonitě za následek snížení reálného produktu. Vysvětleme si tento případ ještě jednodušeji. V důsledku nákladového šoku (např. skokovému nárůstu cen energií) firmám zdražují vstupy pro výrobu. A tak se snižuje objem produkováných statků. Z důvodu náhlého propadu agregátní nabídky dochází při dané úrovni cenové hladiny k převisu poptávky nad nabídkou. A to zapříčiňuje růst cenové hladiny a útlum reálné produkce. Jinými slovy dochází ke *stagflaci* (stav, kdy roste míra inflace a ekonomika se zároveň potácí v recesi). Charakteristickým znakem nákladové inflace je **pokles reálné produkce**. Jak se však vyvíjí nominální HDP? Tuto otázku není možné zodpovědět bez znalostí konkrétní situace, jelikož cenová hladina (P) se zvyšuje, kdežto reálný produkt (Y) naopak snižuje (tedy tyto veličiny jdou protisměrně). To, jak se bude vyvíjet nominální HDP (PY), tak závisí na tom, jakým tempem roste míra inflace, a naopak jak (relativně) rychle klesá reálný produkt.

Všimněme si, že v důsledku nákladového šoku a poklesu agregátní nabídky, se ekonomika nachází pod vlastním potenciálním produktem. Načež může centrální banka reagovat uvolněním svých monetárních podmínek za účelem navrácení ekonomiky zpět k jejímu potenciálnímu produktu. Ovšem to se neobejde bez nákladů. Akomodace nákladového šoku ze strany centrální banky ještě více tlačí na růst cenové hladiny (resp. míry inflace).



Obr. 11: Důsledky akomodace nákladového (proinflačního) šoku ze strany centrální banky prostřednictvím uvolnění měnových podmínek – růst agregátní poptávky vlivem měnové expanze sice dokáže zabránit recesi (přesněji řečeno vrátit ekonomiku zpět k jejímu produkčnímu potenciálu), ale to za cenu vyšší míry inflace, která se poměrně snadno může stát dlouhodobou. Zdroj: Vlastní zpracování.

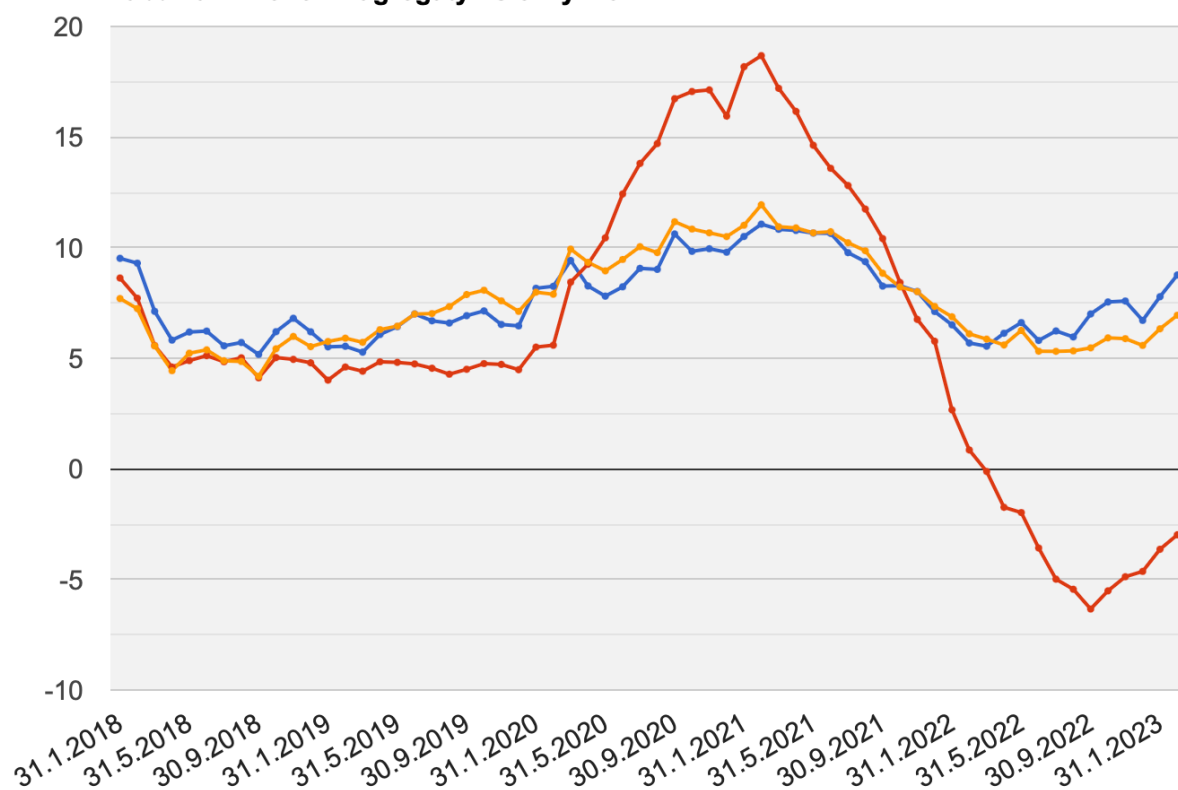
Zde však příběh nekončí. Nákladový šok, který je akomodován ze strany centrální banky, může napáchat značné škody i skrze odpoutání inflačních očekávání ekonomických aktérů od inflačního cíle centrální banky. Pak vcelku ztrácí smysl dohledávat onu *causa causarum* („prapůvodce“) inflace, jelikož – ať už za ní stály jakékoli síly – změna cenové hladiny se propjala do očekávání subjektů, které je zanášejí do cen svých produktů, nehledíce přitom, zda prvotní příčinou vzednutí inflace byl nákladový šok, nebo poptávkové tlaky. Odukotvení inflačních očekávání již centrální banka musí mermomocí bránit, nechce-li přijít o svoji kredibilitu a s ní i schopnost dosahovat svého inflačního cíle v budoucnu. Jinak riskuje roztočení inflační spirály, kterou bude následně jen stěží brzdit.

Měl-li bych shrnout výše popsané úvahy, pak bych je shrnul do následujících vět: Při **poptávkové inflaci** dochází zároveň k **růstu** cenové hladiny i reálného a nominálního produktu. Kdežto pro **nákladovou inflaci** je příznačný strmý **pokles** reálného produktu a simultánní růst cenové hladiny. Nákladový šok však může centrální banka akomodovat, čímž může zapříčinit odukotvení inflačních očekávání, načež musí reagovat prostřednictvím svých měnověpolitických nástrojů, nechce-li způsobit vznik dlouze trvající inflační periody.

Když již známe teoretický rozdíl mezi poptávkovou a nákladovou inflací a co tyto doprovází, můžeme pomocí základních makroekonomických ukazatelů zhodnotit, který „druh“ inflace u nás nyní převládá.

Na předchozích řádcích bylo psáno, že expanzivní fiskální politika může představovat značný inflační impuls. Jaký je však přesný důvod? Skrze rekordní emise vládních dluhopisů (které směle skupují tuzemské komerční banky za čerstvě vytvořené peníze²⁵), dochází ke strmému růstu peněžních agregátů.

Tabulka 4: Peněžní agregáty - složky M3

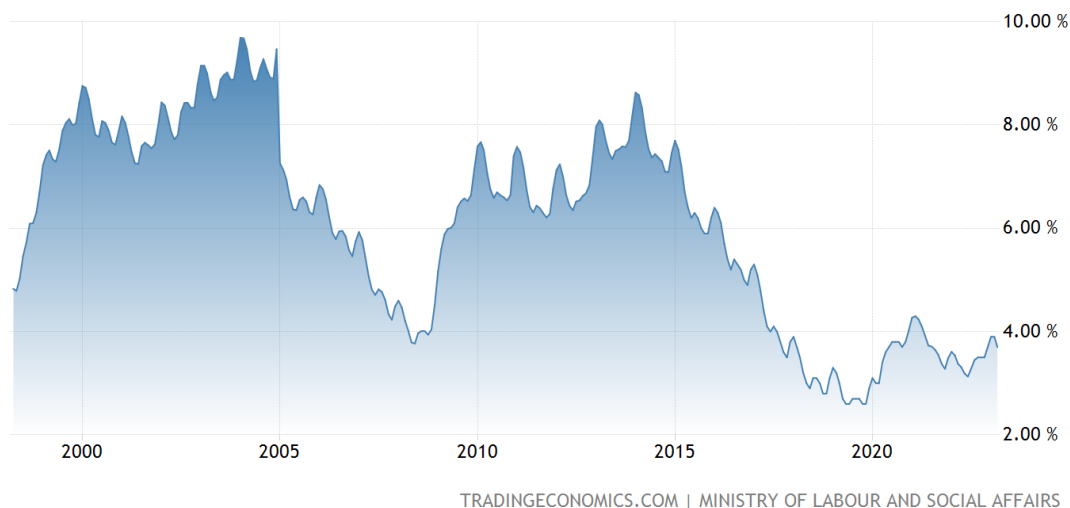


Obr. 12: Roční míra růstu peněžních agregátů (v %). Červená osa = M1, žlutá osa = M2, modrá osa = M3.
Pozn.: k signifikantnímu poklesu měnového agregátu M1 v poslední době došlo především proto, že klienti bank své finanční prostředky přesunuli z běžných účtů, které jim nenesou žádný úrok, na úročené termínované vklady. Touto optikou je tak měnová politika ČNB již částečně úspěšná, jelikož aktivně dochází k odkládání spotřeby. Zdroj: [ČNB](#), ARAD

²⁵ Někteří monetární ekonomové hovoří o tendenci bank nakupovat státní dluhopisy v tak hojném množství jakožto důsledku přebytečných rezerv (volné likvidity) v bankovním sektoru. Tento úsudek je však chybný. Stát je pro banky dlužník jako každý jiný, u něhož poměřují rizika s potenciálními výnosy. Na konečné rozhodnutí, zda poskytnout úvěr či nikoli (resp. zda nakoupit vládní dluhopis) má však výše volné likvidity mizivý vliv. Vzpomeňme, že vládní dluhopisy a instrumenty ČNB mají nulovou váhu v *rizikově-vážených aktivech*, tudíž zde faktor kapitálové přiměřenosti nehraje nižádnou roli. Viz např. panelovou diskusi *České společnosti ekonomické* s názvem „Měnová politika ČNB v prostředí vysokého přebytku likvidity v českém bankovním sektoru“ <https://youtu.be/a85ULCKtKgk>.

Dříve v této práci jsem již poukazoval na skutečnost, že neexistuje žádná pevná vazba mezi peněžní zásobou a mírou inflace. To však rozhodně neznamená, že tyto veličiny spolu nijak nesouvisí. Přílišné zvětšování peněžní zásoby přizívuje podhoubí, z něhož může inflace náhle raketově vzrůst, když se znenadání dostaví určitý nákladový šok (inflace však může ekonomiku postihnout, aniž by k jakémukoli takovému šoku vůbec došlo, je-li měnová expanze obrovská). Samotný nákladový šok, by takřka nikdy neměl dostatek sil k pohánění dlouhodobé, nepolevující inflace, aniž by byl svědomitě podpořen rychle rostoucí peněžní zásobou v dřívějším období.

Není jisté bez významu připomenout, že dříve byla inflace chápána jako určitý růst objemu peněz, zatímco dnes je definována jakožto všeobecný nárůst cen spotřebních statků.²⁶ To o vztahu mezi peněžní zásobou a inflací (v moderním chápání) samo o sobě leccos říká. Vývoj peněžní zásoby má na míru inflace nezanedbatelný vliv. Ten ale bohužel není snadno pozorovatelný, natož pak dobře měřitelný, což může být důvodem, proč od peněžních agregátů ve svých modelech centrální banky upustily. Bylo by však žalostnou chybou vycházet z fiktivní představy, že jediné ty proměnné, které jsou přesně kvantifikovatelné, jsou relevantní, a naopak všechny ostatní, o nichž nelze získat kvantitativní údaje, jsou liché, a proto bychom na ně měli zanevřít. O některých aspektech událostí ve společenských vědách máme vskutku velmi nepřesné a jen obecné informace.²⁷ Pokud je však pro jejich nespolehlivost nezohledníme, pak výsledek nemůže patřičně odpovídat realitě. Proto by jistě nebylo správné růst peněžní zásoby z inflačního průběhu zcela vyvinít, neboť má na nynější nepříznivé situaci nemalý podíl.



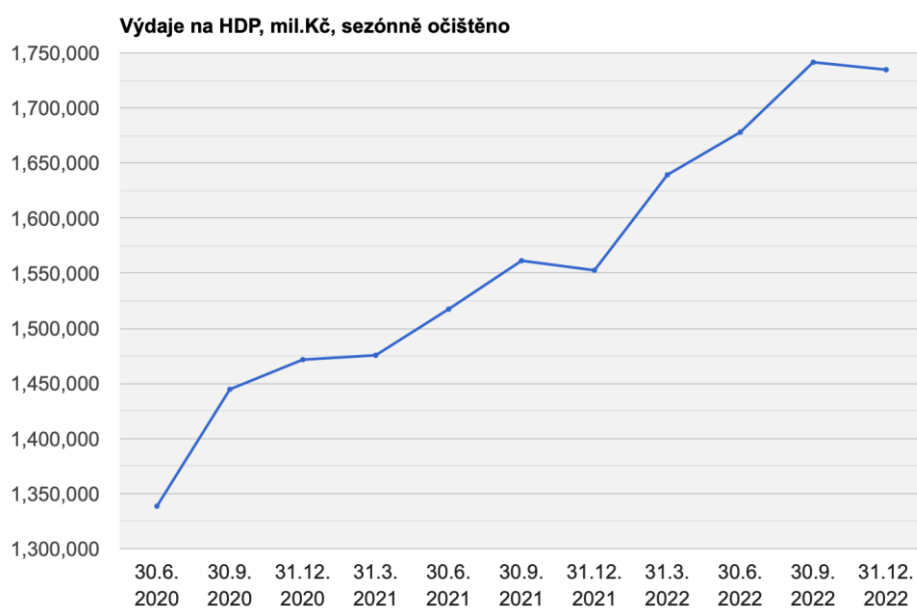
Obr. 13: Míra nezaměstnanosti v ČR v průběhu posledních 25 let. Zdroj: [tradingeconomics](https://tradingeconomics.com)

²⁶ (Salerno, 2003)

²⁷ (Hayek, 1974)

Graf č. 13 zobrazuje vývoj míry nezaměstnanosti. Ta v posledních letech dosahuje rekordních minim. Jak však tato veličina souvisí s inflací? Přehřátý trh práce (velice nízká míra nezaměstnanosti) představuje silný inflační tlak, jelikož zaměstnanci jsou na trhu práce ve výhodné pozici, z níž mohou usilovat o vysoký růst mezd a zaměstnavatelé jsou nuceni jejich požadavky vyslyšet, neboť by jinak čelili riziku, že jejich pracovníci okamžitě přejdou do jiných zaměstnání, kde je po jejich nasazení rovněž poptávka. Jinými slovy, zaměstnanci se za takového stavu mohou dožadovat zvyšování nominálních mezd (částečně i s opodstatněním ztráty kupní síly vlivem vysoké míry inflace) a zaměstnavatelé jim zkrátka musí vyhovět, nechtějí-li o ně přijít. Právě mzdová vyjednávání zhmotňují hrozbu, že se zde zvýšená míra inflace ustálí na delší dobu, na což by centrální banka musela reagovat dodatečným zpřísněním měnové politiky.²⁸

Teď už však nadešel čas na posouzení toho nejpodstatnějšího – vývoje HDP. Jedná se o rozhodující ukazatel toho, zda je inflace nákladová či poptávková, bez něhož nemůžeme dojít k jistému závěru ohledně této věčné otázky.

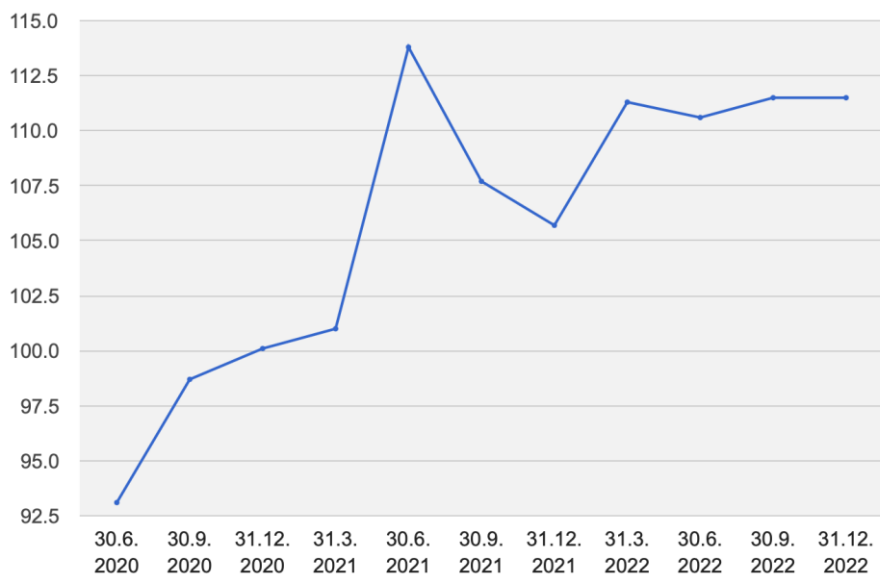


Obr. 14: Vývoj nominálního HDP v mil. Kč (výdaje na HDP, sezónně očištěno; běžné ceny; čtvrtletní data).

Zdroj: [ČNB](#), [ARAD](#)

²⁸ Viz například rozhovor s viceguvernerkou ČNB Evou Zamrazilovou.

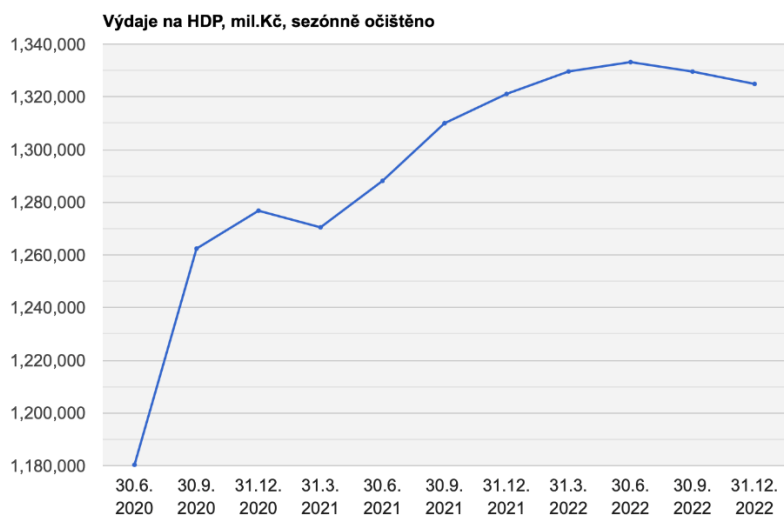
<https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Zamrazilova-Inflace-muze-byt-na-vrcholu/>. Obava z téhož rizika zazněla z úst paní viceguvernerky i v dalším rozhovoru. Viz <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Eva-Zamrazilova-Vetsina-bankovni-rady-vidi-riziko-kttere-prichazi-z-fiskalni-politiky-a-trhu-prace-00001/>.



Obr. 15: Tempo růstu nominálního HDP v % (výdaje na HDP; běžné ceny; čtvrtletní data; SOPR=100).

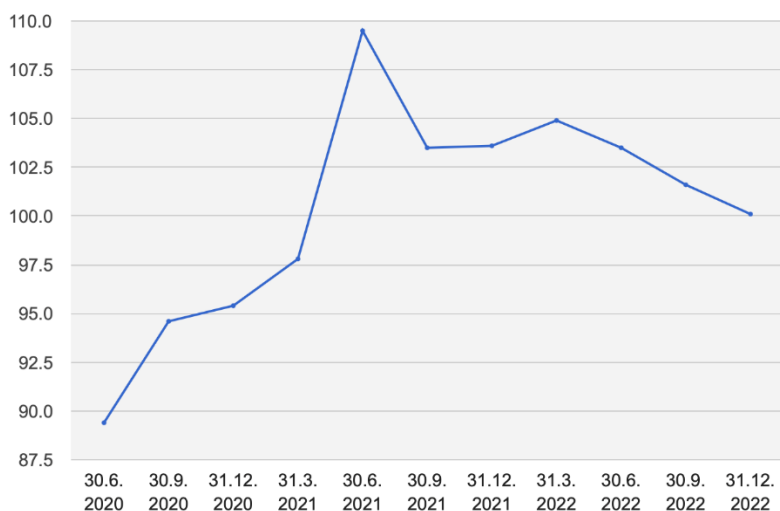
Zdroj: [ČNB, ARAD](#)

Grafy č. 14 a 15 ilustrují vývoj a tempo růstu nominální HDP v ČR. Z obrázků je patrné, že nominální HDP rostl v posledních letech nebývale rychle. Ovšem s takovou odpovědí se stále nemůžeme spokojit, poněvadž růst nominálního HDP – i kdyby byl, jako v tomto případě, signifikantní – nutně neimplikuje dominantně poptávkový původ inflace. Ostatně již víme, že za situace nákladové inflace klesá reálná produkce, zatímco míra inflace roste, a tak není možné *a priori* určit, jakým směrem se bude ubírat nominální HDP. Musíme se proto ještě podívat na vývoj reálného HDP, ten nám poví nejvíce.



Obr. 16: Vývoj reálného HDP v mil. Kč (výdaje na HDP, sezónně očištěno; stálé ceny; čtvrtletní data). Zdroj:

[ČNB, ARAD](#)



Obr. 17: Tempo růstu reálného HDP v % (výdaje na HDP; stálé ceny; čtvrtletní data; SOPR=100). Zdroj: [ČNB, ARAD](#)

Grafy č. 16 a 17 vyobrazují vývoj a tempo růstu reálného HDP. Vidíme, že reálný HDP od druhého čtvrtletí roku 2020 rostl prudce, a rovněž tempo jeho růstu dosahovalo závratných hodnot.

Co nám tato data říkají? Pokud by za inflaci skutečně mohl výhradně nákladový šok, pak by nevyhnutelně došlo k útlumu reálné produkce. Ovšem nic takového se neudálo. Ba naopak, reálný HDP rostl mimořádně rychle. Jedná se o jasnou známku poptávkové inflace. Rozhodně však nelze plně vyloučit působení nákladového šoku, jenže ten zjevně nebyl tou hlavní hybnou silou.

Válka na Ukrajině a s ní spojená energetická krize zcela bezpochyby značnou měrou přispěla k růstu naší inflace. Ovšem ta byla vysoko nad cílem centrální banky ještě dávno před překročením ukrajinské hranice ruskými vojsky (ostatně lednová meziroční inflace v roce 2022 činila **9,9 %**²⁹). Je tak třeba hledat důvody, proč už tehdy byla inflace tak vysoká. A jeví se jako mnohem pravděpodobnější, že pádivý růst cenové hladiny byl spíše způsoben růstem agregátní poptávky než poklesem všeobecné nabídky.

Ostatně jak popisuje Pavel Potužák, kdybychom připustili, že za dnešní inflací stojí čistě nákladový šok, pak by se 17% růst cenové hladiny zrcadlil v dramatickém poklesu reálného

²⁹ <https://www.czso.cz/csu/czso/ci/indexy-spotrebitelskych-cen-inflace-leden-2022>

hrubého domácího produktu.³⁰ Toho jsme však ani zdaleka nebyli svědky. Docházíme tak k závěru, že spouštěčem naší inflace byly primárně dlouhodobě kumulované poptávkové tlaky, avšak její růst ještě znásobil zahraniční nákladový šok.

5. Výrok č. 5: „I když se do toho léta 2022 výrazně zvyšovaly úrokové sazby, ceny i inflační očekávání pořád rostly. Proto jsme měnovou politiku upravili.“

Dopady měnověpolitických kroků se neprojeví okamžitě, mají určitou setrvačnost. Než se změna úrokových sazeb ČNB skrze složitý transmisní mechanismus promítne i do chování ekonomických aktérů, vyžaduje obvykle dobu **12–18 měsíců**.

Toto sdělení působí tak, že zvýšení úrokových sazeb bylo neúčinné, protože v tentýž moment rostla jak inflace, tak inflační očekávání. Jenomže to zavání školáckou chybou – zaměňováním korelace s kauzalitou (tj. zaměňování souběhu událostí se vztahem mezi příčinou a následkem). Inflace v tu dobu sice rostla, avšak nikoli v důsledku čerstvě zvýšených úrokových sazeb!

Tvrzení, že růst úrokových sazeb tlačí na růst inflace vlivem vyšších (úvěrových) nákladů pro firmy, které tyto následně přenášejí na spotřebitele v podobě vyšších koncových cen vlastních produktů, opět vychází z mylného předpokladu, že naše inflace je pouze nákladová. To je ovšem (jak jsem osvětlil výše) nesmysl. Jak tvrdí bývalý viceguvernér ČNB Marek Mora: *„Z globálního pohledu je inflace poptávkového charakteru, jelikož jsme si ji v minulosti vytvořili příliš uvolněnou měnovou a fiskální politikou.“*³¹

Vyšší úrokové sazby rozhodně nepůsobí jen proinflačně tím, že podnikům zvyšují náklady. Zvýšené úrokové sazby totiž zároveň utlumují spotřebitelskou a investiční poptávku, což naopak tlačí na pokles cen (přesněji řečeno pokles tempa růstu cen). Obvykle vedou rovněž k posílení domácí měny, což taktéž působí protiinflačně. A slovy člena bankovní rady ČNB Tomáše Holuba: *„Tyto efekty jsou podstatně silnější než tento vedlejší, možná lehce protisměrný efekt.“*³²

³⁰ Viz <https://twitter.com/PavelPotuzak/status/1627360296179302400> a přednášku Pavla Potužáka pro *Students for Liberty CZ*, z níž jsem v této práci hojně čerpal <https://youtu.be/XBOrWbJHf6w>

³¹ Viz <https://roklen24.cz/viceguverner-cnb-mora-se-sazbami-bych-pritvrdil-intervence-bychom-meli-opustit/>

³² Viz <https://www.youtube.com/watch?v=jdwz-aj6xpg&t=918s>

Těžko soudit, oč se Michlova teze (kterou s guvernérem sdílí například i prof. Jan Švejnar či laureát Nobelovy ceny za ekonomii Joseph Stiglitz) opírá. V žádné smysluplné ekonomické teorii však svůj základ nemá. Každý relevantní ekonomický směr říká, že vyšší (reálné) úrokové sazby *ceteris paribus* snižují výdaje v ekonomice a tlačí na pokles míry inflace. Jen nad málo poznatky v ekonomii panuje mezi předními odborníky v tomto oboru větší shoda než právě nad tímto (nejedná se tedy jen o pouhé „jednoduché poučky“, které v dnešní turbulentní době přestávají být platnými, jak o teoretických poznatcích monetární ekonomie poněkud lehkovážně hovoří současný viceguvernér Jan Frait³³). Jak v souvislosti se současnou politikou ČNB trefně podotkl Mojmir Hampl: „*Já věřím, že centrální banka nebude takhle experimentovat, protože jinak bychom tu inflaci tady měli dlouho.*“³⁴

Již bylo řečeno, že ve chvíli, kdy se inflace propíše do inflačních očekávání ekonomických subjektů, veskrze přestává být relevantní, jaká byla její původní příčina. Centrální banka sice může dlouhou dobu popírat, že za inflaci mohou poptávkové tlaky, avšak v okamžiku, kdy přijde zvrát v myšlení lidí, kteří si uvědomí, že vysoká inflace není jen přechodným jevem, a začnou si zvykat na její dvojciferné hodnoty (a tomu přizpůsobí i své ekonomické chování), stává se striktní dělení inflace na poptávkovou a nákladovou se stává bezpředmětným.

Jistě, v situaci, kdy pozorujeme jednorázový nákladový šok v prostředí ukotvených inflačních očekávání (a dlouhodobě nízké inflace), věru nedává velký smysl, aby na něj centrální banka reagovala přílišným zpřísněním měnových podmínek. Jestliže se ale tento šok dostaví v době, kdy je inflace již vysoká a inflační očekávání už nejsou pevně ukotvena na úrovni inflačního cíle, stane se tento proinflační nákladový tlak (třebaže svoji závažností není nikterak výrazný) pro centrální banku nebezpečím, na které musí reagovat. Ve hře jsou totiž již zmíněná inflační očekávání, která jsou svojí povahou velmi křehká.

Díky trpké lekci, kterou si prošly Spojené státy během období *velké inflace* v 70. letech minulého století, víme, že je nesrovnatelně lepší učinit preventivně takové kroky, aby se odukotvení inflačních očekávání předešlo. Tento přístup je snazší a výhodnější než se snažit o jejich navrácení v době, kdy se již vymkly kontrole. Samozřejmě i takové preventivní opatření

³³ Viz přednášku viceguvernera ČNB Jana Fraita, dostupná na adrese <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/vystoupeni-konference-seminare/prezentace-a-vystoupeni/Monetarni-makroekonomie-a-centralni-banky-v-turbulentnich-dobach/>.

³⁴ Viz https://www.youtube.com/watch?v=ooC3_5oxPQo&t=568s.

ekonomiku něco stojí, protože, slovy Tomáše Holuba: „*Bezbolestná měnová politika neexistuje*.“³⁵ Ovšem ona cena (v podobě krátkodobého útlumu hospodářské aktivity), kterou prozíravá centrální banka platí, je podstatně nižší než náklady, které vyžaduje opětovné upevnění důvěry ve schopnost centrální banky dosahovat vlastního inflačního cíle.

Velký ekonom Milton Friedman kdysi napsal, že „*inflace je nebezpečnou nemocí*“³⁶ Přičemž dodal, že daleko lepší je se pokoušet tuto nemoc vyléčit v jejím raném stadiu. Není jistě žádným překvapením, že i tato léčba má své vedlejší účinky (jako je pokles HDP či růst nezaměstnanosti³⁷). Problém je, že tyto negativní účinky se jeví bezprostředně, kdežto pozitivní dopady onoho uzdravujícího procesu přicházejí až s delším odstupem.³⁸ Když se ale nepřistoupí k potřebné léčbě dostatečně brzy, pacient se stává čím dál tím nemocnějším a následné léčení je o to delší a bolestnější.

6. Výrok č. 6: „Přihlásil jsem se k silné koruně.“

Silná koruna. To je slovní spojení, které slyšíme z úst guvernéra snad vůbec nejčastěji. Přesto je ale vhodné konstatovat, že silná koruna jako taková nemá být konečným cílem měnové politiky, nýbrž pouhým prostředkem k dosažení ultimátního cíle v podobě kýžené cenové stability.³⁹

³⁵ Tuto frázi říká Tomáš Holub opakovaně v mnoha rozhovorech. Viz např.

<https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Zvysme-sazby.-Jinak-tady-s-nami-bude-inflace-dlouho-varuje-radni-CNB/>.

³⁶ (Friedman, 1997)

³⁷ Centrální banka tak stojí před domnělým trade-offem mezi inflací a recesí. Skutečnost je ale taková, že je-li příčinou inflace nadměrný růst agregátní poptávky (což, jak jsme viděli, je aktuální případ ČR, ale i jiných zemí), pak jediným účinným lékem je její opětovný pokles, který může zapříčinit příchod recese. Centrální banka však bude muset tak či onak přistoupit k restriktivním opatřením, nechce-li rozvrátit ekonomiku neutuchající inflací s destruktivními dopady na celou společnost. Odhodlá-li se měnová autorita přistoupit k těmto nezbytným krokům později, o to větší inflaci bude krotit a o to větší náklady (pokles reálné produkce, případně růst míry nezaměstnanosti) budou ona žádoucí, leč tíživá opatření představovat.

³⁸ Jedná se tedy o další příklad známého fenoménu *co je vidět, a co není vidět*. (Bastiat, 1998)

³⁹ Jak kdysi, v souvislosti se zavedením tzv. kurzového závazku, popsal bývalý viceguvernéř ČNB Vladimír Tomšík, v debatě o ovlivňování kurzu koruny ze strany centrální banky se nesmíme nechat unášet emocemi, ačkoli je toto téma pro mnohé jistě srdeční záležitostí. Je třeba se opírat o relevantní faktické argumenty. Kurz totiž není (nebo by alespoň neměl být) modlou, ale nástrojem. Viz https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

Stejně jako vyšší úrokové sazby, i silnější kurz působí protiinflačně. Kurz je však pouze doplňkový nástroj měnové politiky. Tím hlavním jsou (vyjma mimořádné situace tzv. *liquidity trap*, kdy jsou nominální úrokové sazby zaseknuty na takové úrovni, při níž monetární politika přestává být účinná, a kdy je proto třeba zavádět nástroje nové) úrokové sazby.

Jak kurz působí protiinflačně? Odpověď je prostá. Silnější kurz zlevňuje dovážené zboží (při vyjádření v tuzemské měně), čímž částečně tlumí zahraniční inflační tlaky. A vzpomeňme, že to byly právě dovozní ceny energií a jiných komodit, které značnou měrou přispěly k současné vysoké inflaci. Silný kurz má navíc ještě jeden příznivý dopad, a sice že upevňuje důvěru domácností v dlouhodobou stabilitu naší měny.

Je však nutné zmínit ještě jednu důležitou věc. Vyšší úrokové sazby nesnižují jen výdaje v ekonomice, ale (*ceteris paribus*) prohlubují i *úrokový diferenciál* a jeho prostřednictvím vedou k posílení kurzu domácí měny. A to, jelikož jsou investice do aktiv denominovaných v této měně díky jejich vyššímu výnosu pro rezidentní, ale i zahraniční investory lákavější (samozřejmě za předpokladu, že je ekonomika otevřena přílivu zahraničního kapitálu). Vyšší úrokové sazby tak mohou nejen oslabovat domácí poptávku, ale skrze silnější kurz i zmírňovat dopady nákladových šoků.

Je nesporné, že k tak vysokému kurzu české koruny velkým dílem přispěly právě vyšší úrokové sazby. Nejen fakt, že jsou dnes tak vysoké, ale spíše skutečnost, že ČNB začala zpřísnovat měnové podmínky dříve než ostatní centrální banky a úrokový diferenciál proto měla dlouhou dobu bezkonkurenčně veliký. Kdoví, kde by dnes byl kurz české koruny, kdyby ostatní členové bankovní rady jednali stejně jako Aleš Michl a na dřívějších zasedáních nezvedli ruku pro vyšší úrokové sazby.

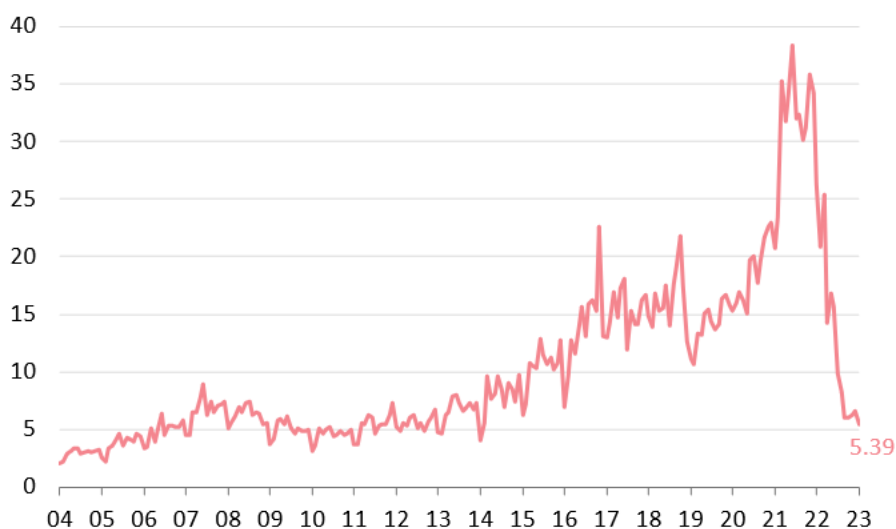
Na druhou stranu, devizové intervence ČNB za účelem posílení české koruny byly zajisté zcela namíště, přestože je někteří ekonomové ostře kritizovali. Tak hojně zásoby cizích měn má jen málokterá centrální banka a bylo by skoro hříchem je v boji s inflací nevyužít. Objevné je ale to, že ČNB k udržení kurzu české koruny na stávající úrovni nemusela od listopadu loňského roku vůbec intervenovat.⁴⁰ Kurz zůstává i bez aktivní podpory ČNB nadále velice silný, což nám jen a jen pomáhá.

⁴⁰ Viz <https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/devizovy-trh/devizove-obchody-cnb/>.

7. Výrok č. 7: „Brzdí růst korunových bankovních úvěrů pro domácnosti i firmy, což brzdí růst množství peněz v ekonomice.“

Je nezpochybnitelné, že pokles množství nových komerčních úvěrů brzdí růst peněžní zásoby. To, že dochází k útlumu úvěrové aktivity obchodních bank, můžeme jasně spatřit i na hypotečním trhu. Objem nově poskytnutých hypotečních úvěrů totiž zaznamenává prudký propad.

Objem nově poskytnutých hypoték (mld. Kč)



Pramen: ČBA, ČNB

Objem nově poskytnutých hypoték. Zdroj: ČBA, ČNB

Ovšem to ještě neznačí žádnou velkou výhru! Nezáleží totiž jen na tom, jaké množství peněz je v ekonomice a jak se mění v čase, ale stejně důležité je i to, jak rychle peníze v ekonomice obíhají. A rychlost obratu peněz je úzce spjata právě s inflačními očekáváními. Kdyby, čistě hypoteticky, došlo k davovému chování, při kterém by lidé masivně utráceli veškeré své úspory (třeba ze strachu, že se jim v budoucnu výrazně znehodnotí), ohromná míra inflace by přišla, a to, aniž by došlo k jakémukoli růstu peněžní zásoby. Proto nám nezbývá než doufat, že se inflační očekávání takřkajíc „neutrhnou ze řetězu“.

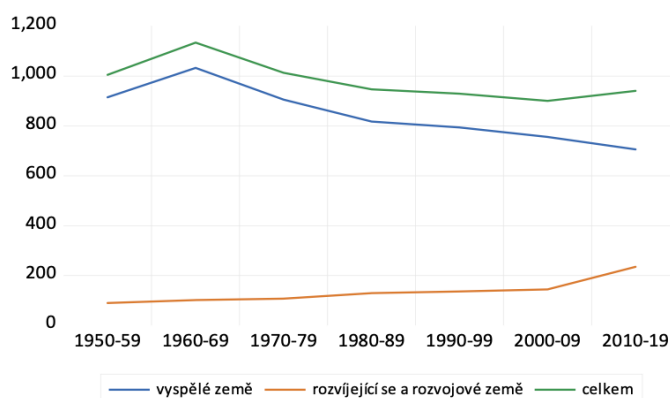
8. Výrok č. 8: „V těch dvou státech [USA a Německo] nerostly loni tak rychle sazby jako u nás, a přesto mají teď inflaci výrazně nižší.“

Inflace v Německu a ve Spojených státech rozhodně není o tolik nižší než u nás kvůli tomu, že ECB a Fed nezvyšovaly úrokové sazby tak rychle jako ČNB. Hlavní důvod, proč je míra inflace v těchto zemích podstatně menší, je, že zde nebylo inflační podhoubí tak dobře živeno domácími poptávkovými silami. A navíc USA nejsou konfliktem na Ukrajině tolik ekonomicky zasaženy jako my, protože Spojené státy byly na ruských komoditách daleko méně závislé.

9. Výrok č. 9: „Naopak, chystáme se ještě nakupovat zlato, abychom diverzifikovali.“

Je úsměvné, že zatímco se za poslední desetiletí snažila Česká národní banka veřejnosti vysvětlovat, že zlato v dnešním měnovém uspořádání nemá takřka žádný význam a investice do něj z pozice centrální banky taktéž postrádají smysl, guvernér Aleš Michl opětovně tvrdí pravý opak. To však neznamená, že bychom mu snad za jeho odvahu „jít proti proudu“ měli být vděční. Naopak.

Jak je uvedeno v samotné výzkumné publikaci ČNB s názvem *Novodobá role zlata v bilancích centrálních bank*, centrální banky dnes ve svých rezervách drží fyzické zlato především z historických důvodů.⁴¹ Jinými slovy řečeno, zlato v sejfách měnových autorit je v současné době jen jakýsi relikv z dob *brettonwoodského systému*, kdy bylo nedílnou součástí tehdejšího měnového uspořádání.

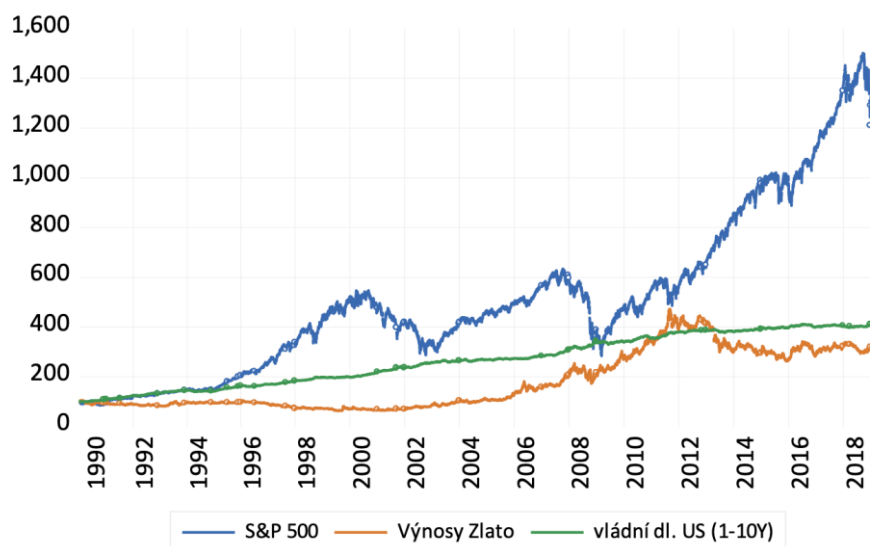


Držba zlatých rezerv danou centrální bankou podle skupin zemí; v mil. trojských uncí; průměr za jednotlivá desetiletí od roku 1950 do roku 2019. Zdroj: Refinitiv Datastream, výpočet ČNB.

⁴¹ Viz <https://www.cnb.cz/cs/ekonomicky-vyzkum/publikace-vyzkumu/research-and-policy-notes/Novodoba-role-zlata-v-bilancich-centralnich-bank>.

Není od věci připomenout, že funkce devizových rezerv centrální banky (ČNB nevyjímaje) je zejména měnověpolitická. Devizové rezervy se využívají převážně k provádění *devizových intervencí* (s cílem posílení či oslabení dané měny) anebo případně k podpoře stability bankovního sektoru. Ovšem žádnou takovou funkci zlato zkrátka a dobře neplní. Není proto příliš přehnané říci, že centrální banka může ze zlata nanejvýš vyrazit pamětní mince – tady jeho dnešní role končí.

Zlepšení diverzifikace bilance centrální banky nákupem zlata je přinejmenším sporné, pokud ne zcela pochybné. Korelační koeficienty vývoje ceny zlata a jiných investičních aktiv totiž nehrají v jeho prospěch, co se do vhodnosti pro diverzifikaci portfolia týče (samozřejmě ale platí, že do velké míry závisí na konkrétním složení daného portfolia). Cena zlata **nevykazuje** známky negativní korelace s jinými investičními instrumenty (tj. inverzní vztah ceny zlata vůči jiným aktivům), což je nesmírně důležitý faktor, na základě něhož posuzujeme, zda se daná investice pro větší diverzifikaci daného portfolia hodí či nikoli (kupříkladu negativní korelace mezi akciemi a dluhopisy je právě ta skutečnost, která je vítána pro investora, jenž usiluje o vyšší diverzifikaci svého portfolia). Hodnota zlata vyjádřená v českých korunách navíc dlouhodobě citelně kolísá, a to nejen vlivem fluktuace kurzu naší měny, nýbrž i kvůli volatilitě zlata jako takového. A k tomu všemu nepřináší zlato žádný pravidelný výnos jako třeba dividendy u akciových titulů. Jeho nákup je tedy čistě spekulací na budoucí růst tržní ceny (anebo obavou z příchodu určité krizové situace, z níž zlato historicky povětšinou těžilo). Otázkou proto je, zda by tak konzervativní instituce, jako je centrální banka, měla své cenné devizové rezervy investovat do aktiva, které se v dlouhém období nemůže pyšnit zrovna vysokým výnosem.



Relativní výnos zlata vůči akciím a dluhopisům (USD) od roku 1990 do roku 2018. Zdroj: Bloomberg, výpočet ČNB

Výše popsané naznačuje, že guvernérova touha po „vytvoření zlatého národního pokladu“ není dostatečně ekonomicky opodstatněná. Tato argumentace spíše hraje na city občanů, kteří stále vnímají zlato jako jistotu. Jakkoli může být investice do tohoto kovu na osobní úrovni rozumná, je nutné říci, že centrální banka je ve zcela jiné pozici.⁴²

Tím však nevylučuji, že nemusí být od věci část rozsáhlých devizových rezerv ČNB investovat. Je totiž možné, že ČNB v období kurzového závazku nashromáždila takové množství devizových rezerv, že je všechny v likvidní podobě nepotřebuje a v dohledné budoucnosti ani nedokáže zužítkovat. Avšak je třeba upozornit na to, že není investice jako investice. A zlato se zvláště pro centrální banku nejeví jako vhodná, neřkuli optimální investice.

10. Výrok č. 10: „... abychom drželi bohatství pro naši republiku a vytvořili zlatý národní poklad, který byl v minulosti rozprodán.“

Tím pravým pokladem pro Českou národní banku nejsou zlaté rezervy, nýbrž její kredibilita. Důvěra veřejnosti v centrální banku podmiňuje účinnost jejích kroků v měnové politice.⁴³ Právě dobré jméno ČNB je vlastně to vůbec nejcennější, co má. Obávám se, že některé výroky guvernéra Aleše Michla, které jsem v tomto článku podrobil kritice, důvěryhodnosti měnové autority spíše ubližují, než napomáhají. Je však třeba stále věřit, že i přesto zůstane důvěra veřejnosti ve schopnost centrální banky dosahovat vlastního 2% cíle dostatečně robustní a že síly zdánlivě zapříčiňující její nejisté chvění nebudou představovat pro úspěšný boj ČNB s inflačním morem jakýkoli větší problém.

⁴² K funkci zlata z pohledu osobních financí viz např. (Karpíš, 2021).

⁴³ Jak zaznívá v publikaci IMF s názvem *Rethinking monetary policy in a changing world*: „Nejdůležitější je, aby centrální banka měla na své straně veřejné mínění, protože veřejnost je konečným zdrojem její moci a nezávislosti.“ Viz <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/rethinking-monetary-policy-in-a-changing-world-brunnermeier>.

Závěr

Správnému ekonomovi, který ctí své řemeslo, musí dělat vrásky na čele, když slyší, jak často je termín *inflace* skloňován ve veřejných diskuzích. Inflace již bohužel není jen předmětem vášnivých sporů předních akademiků, nýbrž tématem, který nyní rezonuje ve společnosti jako máloco jiného. A není divu. Jedná se o nejpálčivější problém, s nímž se nyní všichni potýkáme, a zcela oprávněně mu přísluší taková pozornost. To by nám však mělo sloužit jako varovný signál, že se v hospodářské politice učinily trestuhodné chyby, jelikož měnová politika není za normálních časů zrovna to, oč by běžní lidé cítili nutnost se zajímat.

V této analýze jsem věnoval mnoho prostoru zkoumání příčin inflace. Dospěl jsem přitom k závěru, že se minimálně v našich končinách jedná o výlučně poptávkový fenomén. I kdybych se v tomto ohledu mýlil, stále platí, že jsou to právě centrální banky, které nesou plnou odpovědnost za nynější inflaci. Ačkoli nemusely bezprostředně stát za jejím příchodem (nutno podotknout, že z velké části za inflaci skutečně mohou faktory, které centrální banky nedokáží ovlivnit), jsou to pořád ony jako jediné instituce, jejichž ústředním posláním je dohlížení na cenovou stabilitu a které mají účinné nástroje k tomu, aby jí dosáhly.

Inflace není pouhé nicneříkající číslo. Jedná se o vážnou makroekonomickou poruchu, kterou bychom v žádném případě neměli podceňovat. Zatímco existuje v ekonomických kruzích polemika o tom, zda je nízká míra inflace – je-li jí dosahováno uměle, prostřednictvím zásahů centrální banky, které mohou být hlavním zdrojem hospodářských cyklů s dalekosáhlými zhoubnými následky⁴⁴ – vůbec prospěšná, nikdo, kdo je alespoň trochu přičetný, by si nedovolil hovořit o blahodárných dopadech dvojciferné inflace.

Již bylo řečeno, že ekonomové mají nezřídka tendenci pro své urputné soustředění se na cenovou hladinu přehlížet to nejdůležitější – relativní ceny. A právě tyto inflační procesy činí méně efektivními. Relativní ceny se již nemění pouze v důsledku změny vzácnosti příslušného statku nebo kvůli nepřetržitým změnám v preferencích jedinců tak, aby zajistily využití vzácných zdrojů k těm nejnaléhavějším potřebám. Značný vliv na alokaci zdrojů má rázem i to, kam a jak rychle proudí nové peníze. Jinými slovy, inflace narušuje ekonomickou kalkulaci tím, jak vytváří kouřovou clonu zamlžující cenové signály.⁴⁵ Jak kdysi napsal Murray Rothbard: „Vytvořením iluzorních zisků a narušením ekonomické kalkulace odstraní inflace schopnost

⁴⁴ (Potužák, 2022)

⁴⁵ (Mises, 1920)

svobodného trhu pokutovat neefektivní a odměňovat efektivní podnikatele. Všechny podniky budou zdánlivě prosperovat. [...] Inflation proto vytvářením falešného pocitu „prosperity“ snižuje všeobecnou životní úroveň.“⁴⁶

Inflační břemeno nepůsobí na všechny stejnou zátěží.⁴⁷ Někoho postihuje více, jiné zase méně a pro další může být dokonce dočasně i přínosem.⁴⁸ Inflation zvyšuje sociální nerovnosti, když ubližuje nejvíce těm, kteří jsou schopni se proti ní nejméně ochránit, jelikož nedisponují takovými způsoby sebeobrany.⁴⁹ Není tak divu, že inflace ve společnosti vytváří nepříjemné pnutí, které se může projevat i vzájemnou nevraživostí mezi jednotlivými společenskými skupinami či generacemi. Radikalizace a politický extremismus mohou být přímými následky cenové nestability.

Inflace svojí schopností masivně přerozdělovat kupní sílu a ničit jemné předivo ekonomických vztahů dokáže snadno rozvrátit celou společnost.⁵⁰ Inflation není nic jiného než jedna z forem zdanění, které je uvaleno na střadatele. Je však mimořádně nevyzpytatelné tím, že není tolik nápadné. Vláda může neočekávanou inflací zkonfiskovat značnou část kupní síly svého obyvatelstva a tato aktivita zůstane nikterak krátkou dobu zcela bez povšimnutí. Není proto divu, že její lákavý zpěv svedl nejednu zemi na cestu do záhuby.⁵¹

Jak jednou trefně konstatoval John Maynard Keynes: *„Nenajdeme rafinovanější ani spolehlivější prostředek k rozvrácení existujících základů společnosti, než je zkažení měny. Tento proces využívá*

⁴⁶ (Rothbard M. N., 2001)

⁴⁷ (Stroukal, 2021)

⁴⁸ Z vysoké míry inflace skutečně mohou těžit určitá odvětví či konkrétní producenti. Platí však, že tyto prosperují pouze na úkor ostatních a dlouhodobě inflace ubližuje (takřka bez výjimek) celé společnosti.

⁴⁹ To ostatně potvrzuje i nová odborná publikace České národní banky s názvem *Nerovný dopad inflace na české domácnosti: poznatky z národních účtů*, v níž zaznívá, že nejbohatší pětina domácností jako jedině reálný příjem nepoklesl, nýbrž naopak vzrostl. V závěru studie je psána a tučně zvýrazněna věta: *„Rok 2022 potvrdil ponaučení z historie, že období zvýšené inflace s sebou nese přerozdělení majetku i příjmů ve společnosti.“* Viz https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Nerovny-dopad-inflace-na-ceske-domacnosti-poznatky-z-narodnich-uctu/.

⁵⁰ (Šíma, 1999)

⁵¹ (Hazlit, 2008)

*všech skrytých sil ekonomických zákonitostí na straně destrukce a činí tak způsobem, který není schopen rozpoznat ani jeden člověk z milionu.*⁵²

Inflace má zkrátka celou řadu nepříjemných, ba zcela zničujících následků. Proto je naléhavě nutné vysokou míru inflace co nejdříve eliminovat, dokud ještě nenapáchala neodčinitelné škody. Jaké je ale nejúčinnější řešení? S jistotou mohu říci jen to, že guvernérův verbální apel, aby každý začal spořit,⁵³ není uspokojivým východiskem. Nabádat občany formou vlídných slov, aby se v rámci svého nejlepšího vědomí a svědomí odhodlali odložit část dnešní spotřeby, je jen ubohou snahou „poručit větru, dešti“. Bankovní rada v rukou třímá mocný nástroj v podobě úrokových sazeb, kterými je schopna dosáhnout toho, aby lidé dobrovolně začali spořit, aniž by musela komukoli cokoli doporučovat nebo nakazovat – stačí jen vytvořit příznivé incentivy a lidé samovolně učiní to, oč centrální banka tuze usiluje. Jak v této souvislosti pravil Mojmir Hampl: „*Nebude stačit to vysedět a vyhrát nad inflaci tím, že bude guvernér Michl pronášet komentáře typu: „lidi, něco dělejte a spořte.*“⁵⁴

Centrální banka nyní nesmí k inflaci zachovat zdrženlivý přístup *laissez faire*. Je-li trh pokřiven vlivem příliš uvolněné měnové a fiskální politiky předcházejícího období, bylo by scestné předpokládat, že inflační tlaky samy poleví a vysoká inflace jako taková úplně odezní. Naopak, veškeré potíže by jen znásobovalo, kdyby centrální banka neúprosnou inflaci pouze nečinně pozorovala a nahlížela na ni jako na problém, k jehož nápravě není třeba vnější impulz z její strany. Inflaci neodstraní ani nezmírní působení spontánních tržních sil – ty byly totiž značně poškozeny činností centrální banky čili ryze netržního aktéra. Jestliže by byla inflace ponechána „vlastnímu osudu“ a nezměnily by se nijak měnové podmínky, nedošlo by k ničemu jinému než k postupnému vytrácení velice křehké důvěry v kredibilitu centrální banky a odukotvení inflačních očekávání.

Je pozoruhodné, že pan guvernér opakovaně cituje Aloise Rašína.⁵⁵ Odhlédněme nyní od toho, že onen první československý ministr financí by nejspíše nevěřičně hleděl na to, kdo si jeho jméno bere do úst a při jaké příležitosti tak činí. Hlavním politickým heslem Aloise Rašína byl citát Marcuse Cicerona: „*Blaho republiky je nejvyšším zákonem*“. Chce-li pan guvernér kráčet ve šlépějích svého legendárního předchůdce, pak by se měl tímto výrokiem důsledně řídit –

⁵² (Keynes, 1919)

⁵³ Viz <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Zacneme-sporit.-A-to-hned/>.

⁵⁴ Viz <https://plus.rozhlas.cz/bezbolestne-nad-inflaci-nevyhrajeme-mini-predseda-narodni-rozpoctove-rady-hampl-8917716>.

⁵⁵ Např. zde: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Pet-Rasinovych-myslenek-ktere-pomohou-i-dnes/>.

vyhrnout si rukávy a bojovat proti veřejnému nepříteli číslo jedna, kterým je dnes inflace. Vrátit inflaci zpět k 2% cíli (anebo alespoň do tolerančního pásma ČNB, tj. 1–3 %), ať už to stojí, co to stojí, je nejen povinností vyplývající z toho, jak si ČNB interpretovala svůj mandát. Provedení takových kroků je i v zájmu celé naší republiky.

Citovaná literatura

- Cochrane, J. H. (2022). Fiscal Histories. *Journal of Economic Perspectives—Volume 36, Number 4*, 125–146.
- Šíma, J. (. (1999). *Jerry Jordan – Změněná úloha centrálních banka v XXI. století*. Praha: Liberální institut.
- Bastiat, F. (1998). *Co je vidět a co není vidět*. Praha: Liberální institut a Centrum liberálních studií.
- Friedman, M. (1963). *Inflation: Causes and Consequences*. Asian Publishing House.
- Friedman, M. (1997). *Za vším hledej peníze*. Praha: Liberální institut, Grada Publishing.
- Hampl, M. (2019). *Pro Čechy je nebe nízko: Pojdme chtít víc!* Praha: Grada Publishing.
- Hayek, F. A. (1974). *The Pretence of Knowledge – Nobel Prize Lecture*. Načteno z <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/1974/hayek/lecture/>
- Hayek, F. A. (1995). *Kontrarevoluce vědy: Studie o zneužívání rozumu*. Praha: Liberální institut.
- Hayek, F. A. (1999). *Soukromé peníze: Potřebujeme centrální banku?* Praha: Liberální institut a Centrum liberálních studií.
- Hazlit, H. (2008). *Ekonomie v jedné lekci*. Praha: Alfa Nakladatelství a Liberální institut.
- Hazlitt, H. (1978). *The inflation crisis, and how to resolve it*. Ludwig von Mises Institute.
- Jilek, J. (2004). *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing.
- Karpiš, J. (2021). *Ako na zlato – Peniaze pre neveriacich*. Bajkal.
- Keynes, J. M. (1919). *The Economic Consequences of the Peace*. Londýn: Macmillan & Co., Limited.
- Klaus, V. (2022). *Návrat inflace - kluzká cesta bezstarostného zadlužování*. Praha: Institut Václava Klause.
- Mandel, M., & Tomšík, V. (2008). *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, 2. rozšířené vydání*. Praha: Management Press.
- Mankiw, G. N. (2009). *Macroeconomics, 7th edition*. New York: Worth Publishers.
- Mises, L. v. (1920). Die Wirtschaftsrechnung im sozialistischen Gemeinwesen. *Archiv für Sozialwissenschaften, vol. 47*, 86–121.
- Mises, L. v. (2014). *Hospodářská politika: Myšlenky pro dnešek a zítřek*. Praha: Ludwig von Mises Institut.
- Potužák, P. (2016). Může být přirozená úroková míra nulová? Neoklasický přístup. *Politická ekonomie*, 83–108.

- Potužák, P. (2017). The Hayek-Taylor Rule. *Available at SSRN*:
<https://ssrn.com/abstract=2972121> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2972121>.
- Potužák, P. (2022). *Austrian theory of capital and business cycle (A modern aproach)*. Cham: Palgrave Macmillan.
- Revenda, Z. (1999). *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press.
- Rothbard, M. N. (2001). *Peníze v rukou státu*. Praha: Liberální institut.
- Rothbard, M. N. (2006). The founding father of modern economics: Richard Cantillon. V M. N. Rothbard, *Economic Thought Before Adam Smith: An Austrian Perspective on the History of Economic Thought, Volume I* (stránky 343–362). Ludwig von Mises Institute.
- Salerno, J. T. (2003). An Austrian Taxonomy of Deflation—with Applications to the U.S. *The Quarterly Journal of Austrian Economics* 6(4), 81-109.
- Stroukal, D. (2021). *Ekonomické bubliny (Průvodce hospodářskými krizemi od tulipánů po koronu), 2. rozšířené vydání*. Praha: Grada Publishing.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.
- Tomšík, V. (2011). *Ekonomie a zdravý rozum*. Praha: Fragment, s.r.o.