

# Inflace nebo deflace?

**Evropská dluhová krize představuje určitá inflační rizika pro českou ekonomiku. Inflační tlaky jsou však tlumeny nižší hospodářskou aktivitou. Úrokové sazby by měly zůstat nízké.**

Evropská dluhová krize stále trvá. Důvěra ve státní finance a evropský bankovní sektor se rychle snižuje, v periferních zemích je již blízko nule. Současná podoba měnového systému eurozóny se zdá být neudržitelná a ve vzduchu se dá cítit blížící se silné (roz)řešení. Pravděpodobnost, že politici po roce a půl od prvních řeckých problémů dokáží trhy uklidnit, se zdá být malá, i přes extrémní vážnost důsledků. Naopak se zvyšuje pravděpodobnost dvou krajních možností – buď zasáhne ECB v režimu věřitele poslední instance pro nesolventní státy a banky, nebo se eurozóna řídí či panicky rozpadne.

V kontextu těchto úvah, v souvislosti evropských bank vlastnicích české dcery a v závislosti ČR na obchodu s eurozónou, vyvstává přirozeně otázka, co bude s českou korunou – bude inflace nebo deflace, bude kurz dále oslabovat nebo posilovat?

Odpovědi na tyto otázky závisejí na dalším vývoji, zejména na měnové politice ČNB, vývoji a způsobu řešení evropské dluhové krize a na stavu množství peněz a bankovního sektoru. I přes vyšší prvek nejistoty budoucího scénáře, a tudíž určitou míru spekulace, je účelné možné dopady prozkoumat.

## PROGNÓZA ČNB

Jak je známo, inflaci v ČR má na starost ČNB, která musí ze zákona dbát o stabilitu cenové hladiny. ČNB má stanoven určitý inflační cíl, který se snaží měnověpolitickými nástroji dosáhnout. ČNB pravidelně publikuje tzv. Zprávu o inflaci, která obsahuje hodnocení makroekonomické situace, inflačních tlaků a inflační prognózu. Na základě prezentovaného makroekonomického výhledu a dalších faktorů ovlivňujících korunové ceny, resp. především koš spotřebitelských cen, by poté měla být prováděna měnová politika, aby bylo dosaženo požadovaného cíle. Poslední Zpráva o inflaci 4/2011 byla vydána v listopadu. Podívejme se na její hlavní sdělení.

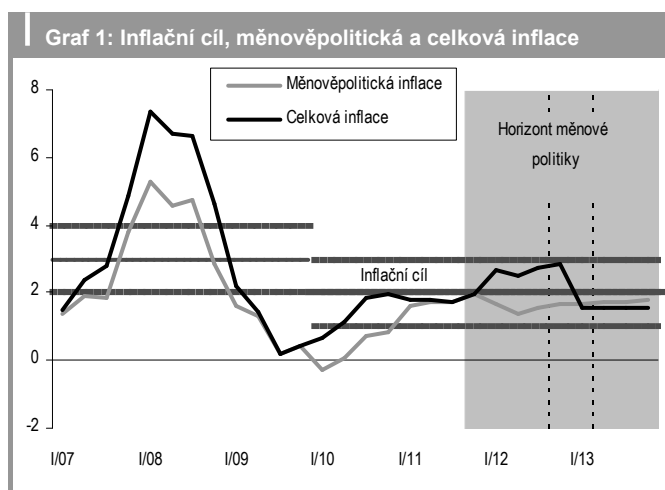
Současný inflační cíl je nastaven na 2 %, s rozmezím pro jeho kolísání  $\pm 1\%$  (graf 1). V rámci své činnosti rozlišuje ČNB celkovou a tzv. měnověpolitickou inflaci, která odráží primární dopady změny nepřímých daní. Jak je z grafu 1 patrné, současná měnověpolitická inflace na úrovni 1,7 % je v blízkosti cíle. V následujících osmnácti měsících by se měnověpolitická inflace měla pohybovat mírně pod cílem ČNB. U celkové inflace se odhaduje její zvýšení k hranici 3 %, a

to především vlivem zvýšení DPH (pozn. nižší sazba má vzrůst z 10 % na 14 %), ke kterému má dojít k 1. lednu 2012. V průběhu příštího roku by se však hodnoty měly vracet k inflačnímu cíli.

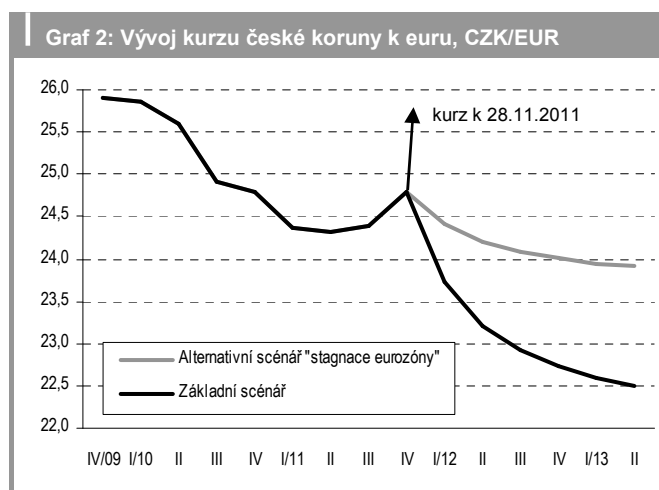
Na výši cen zachycených indexem spotřebitelských cen působí celá řada faktorů. Z domácího prostředí jsou podle ČNB inflační faktory nepatrné. Důvodem je především pokles růstu HDP. Pro rok 2012 se očekává snížení růstu na 1,2 % (z letošních 2,2 %). Nižší dynamika HDP představuje útlum poptávky a nižší tlaky na růst mezd, tedy faktory, které působí protiinflačně. Poptávka by přitom měla poklesnout napříč složkami HDP, tedy nižší spotřebou domácností, sníženými vládními výdaji vlivem úsporných opatření a sníženými vývozy vlivem slábnoucí zahraniční poptávky. Určité mírné domácí inflační tlaky by měly působit pouze prostřednictvím vývoje regulovaných cen, hlavně z růstu cen elektřiny, zemního plynu a nájemného.

Vliv na inflaci v následujících měsících by měly mít především zahraniční faktory a směnný kurz koruny. V minulosti táhly inflaci výrazně nahoru světové ceny komodit a potravin. Tyto vnější faktory by měly i nadále tvořit hlavní příspěvek růstu cen v ČR. Jejich vliv by však měl být postupně snižován, hlavně z důvodu slábnoucí světové poptávky, tlačící ceny dolů.

Určitým tlumičem inflace byl v minulosti kurz české koruny, který v důsledku svého posilování vůči euru i dolaru tlumil dopad rostoucích světových cen. V reakci na obavy o hospodářský růst v eurozóně, která představuje našeho hlav-



Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci IV/2011



Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci IV/2011

ního exportního partnera, se v poslední době projevuje tendence k oslabování kurzu. Podle ČNB je toto oslabování pouze dočasný jev, vyvolaný nárůstem rizikové prémie v důsledku krize eurozóny. Po uklidnění situace by koruna měla opět posilovat a dále působit protiinflačně.

Uvedené údaje vycházejí ze základního scénáře. Doplňme, že tento scénář počítá se snížením sazeb ECB z 1,5 % na 1 % a rovněž s mírným poklesem tržních úrokových sazeb v ČR, které by se měly udržet nízko po celý rok 2012.

## EVROPSKÁ DLUHOVÁ KRIZE

Nejvýznamnější hrozbou pro inflaci a měnový kurz je vývoj dluhové krize v eurozóně. ČNB toto riziko reflektuje a k prognóze zohledňuje i alternativní scénář, kdy se prohloubením krize sníží růst HDP eurozóny v průměru na nulu. Tento scénář by pro ČR znamenal další útlum exportů a tedy i českého HDP s uvedenými protiinflačními účinky. Na druhé straně je spojený s dalším oslabováním kurzu české koruny (viz graf 2), které zesiluje inflační tlaky cen dovážených komodit a zboží. Při tomto scénáři počítá ČNB s měnovou politikou vedoucí ke zvyšování úrokových sazeb.

V úvodu jsme zmínili, že vývoj evropské dluhové krize je plný nejistot, tudíž je velice obtížné zhodnotit související dopady. Skutečností je, že krizi se nedaří zkrotit, periferní země zažívají odliv peněz z bank a i doposud stabilní Německo se již střetlo s nedostatečnou poptávkou po svých dluhopisech. Z pohledu měnové politiky není vhodné o příli-

pesimistických alternativách spekulovat. Vzhledem k uvedenému však není možnost recese v zemích eurozóny nereálná. Připomeňme zároveň omezenou možnost fiskální stimulace zadluženými státy. Při recesi by zřejmě došlo k vyššímu znehodnocení české koruny a tím i určitému tlaku na vyšší inflaci. Otázkou je, jestli a jak moc by při tomto scénáři ČNB bránila svůj inflační cíl restriktivním zvedáním úrokových sazeb.

## MNOŽSTVÍ PENĚZ, BANKOVNÍ SEKTOR A DOPADY NA CZK

Měření cen spotřebním košem je dnes standardním nástrojem pro zachycení inflace. Inflace však původně znamenala zvyšování peněžní zásoby. Podívejme se na vývoj množství peněz a jeho potenciální změny v kontextu hlubší hospodářské krize.

Vývoj základních peněžních agregátů M1 a M2 zobrazuje graf 3. Oba tyto agregáty vykazují klesající tendenci, tudíž nepotvrzují tendence inflační. Stagnace agregátů souvisí právě s očekávaným výhledem klesající hospodářské aktivity a nízkou tvorbou nových úvěrů. Při pesimistických očekáváním klesá ochota firem brát si úvěry a ochota bank je poskytovat. Úvěry podnikům a domácnostem zobrazené grafem 4 mají rovněž klesající trend. Zamrznutí úvěrů (credit crunch) přitom tlačí cenovou hladinu níže.

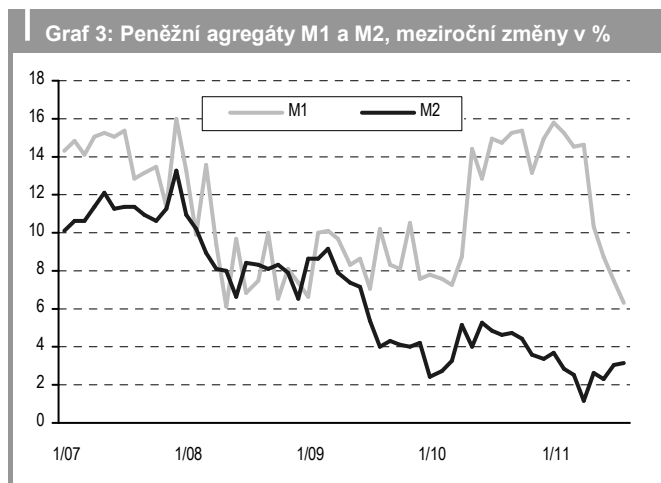
Rozsah úvěrů poskytnutých českými bankami v minulosti je pro období dluhové krize eurozóny výhodou. České banky mají dle vyjádření ČNB jeden z nejnižších poměrů úvěrů ke vkladům, a

to ve výši 73 % (tento fakt přispívá k neoblíbeně vyšším bankovním poplatkům oproti zahraničí). Vysoký počet zdrojů financování dělá banky likvidní a pokud nepřekvapí nějaký kostlivec v úvěrech, neměly by potřebovat kvantitativní uvolnění ze strany ČNB. Doplňme, že český stát je rovněž relativně málo zadlužený v poměru k HDP, takže ani monetizace státního dluhu není potenciální inflační hrozbou oproti eurozóně.

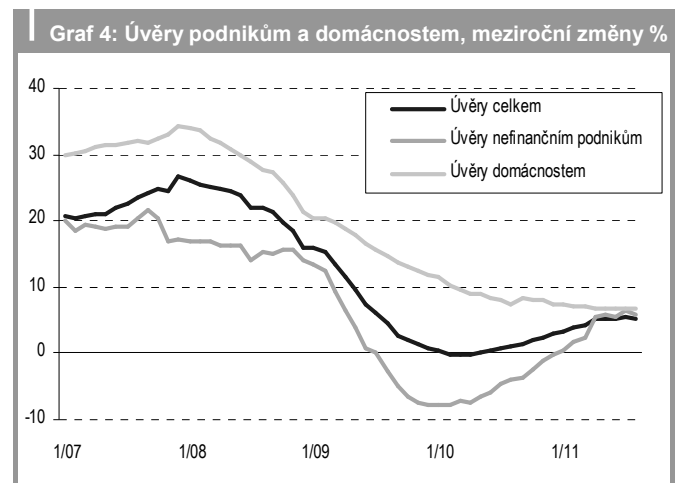
Druhou důležitou skutečností je, že české banky mají relativně vyšší kapitálový polštář. Podle zprávy ČNB z října 2011 mají banky kapitál nad regulatorním minimem přibližně ve výši 150 mld. Kč. Pohledávky za periferními zeměmi přitom tvoří 28 mld. Kč, tedy částku, která při úplném odpisu neohroží jejich solventnost. Jelikož jsou významné české banky ve vlastnictví zahraničních bankovních skupin, je přirozeně otázkou, jestli nemůže dojít k odsání likvidity nebo kapitálu do zahraničí. Dle vyjádření ČNB a jejího viceguvernéra Vladimíra Tomšíka má centrální banka dostatečné regulatorní nástroje na omezení nadměrných úvěrů nebo odlivu kapitálu mateřským bankám.

Vzhledem k závislosti české ekonomiky na vývozech do zemí eurozóny představuje evropská krize pro vývoj v ČR zvýšená rizika. Recese v eurozóně přináší pro ČR inflační tlaky ze znehodnocení kurzu a deflační z poklesu světových cen a domácí poptávky. Při nízkém úvěrování českých bank odhadujeme, že deflační tendence budou významnější, což zároveň znamená nižší úrokové míry v průběhu následujícího období. ■

Jan Jonáš



■ Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci IV/2011



■ Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci IV/2011