

# Současná inflace – případ „svého druhu“?

Martin Mandel a Pavel Dvořák:

Co nás čeká s rostoucím státním dluhem. *Bankovníctví*, 6/2021.

Současná globální inflace – případ sui generis? *Bankovníctví*, 1/2022.

# DISKUSNÍ OKRUHY

- ***Historické ohlédnutí - stagflace v 70. letech 20. století***
  - zamyšlení nad hlavními postuláty M. Friedmana
  - restriktivní monetární politika předsedy Fed Paul A. Volckera
- ***Historie vzniku současné globální (domácí) inflace***
  - etapizace vývoje od finanční krize 2007/2008 (tři fáze)
- ***Inflace v domácí malé otevřené ekonomice***
  - zvýšení úrokových sazeb jako protiinflační opatření
  - kurz české koruny jako pomocník v boji s inflací
  - fiskální determinace současné domácí inflace (monetární pohled)

## Nelson, E., Schwartz, A. J.: The Impact of Milton Friedman on Modern Monetary Economics. FRB of St. Louis, WP 48/2007.

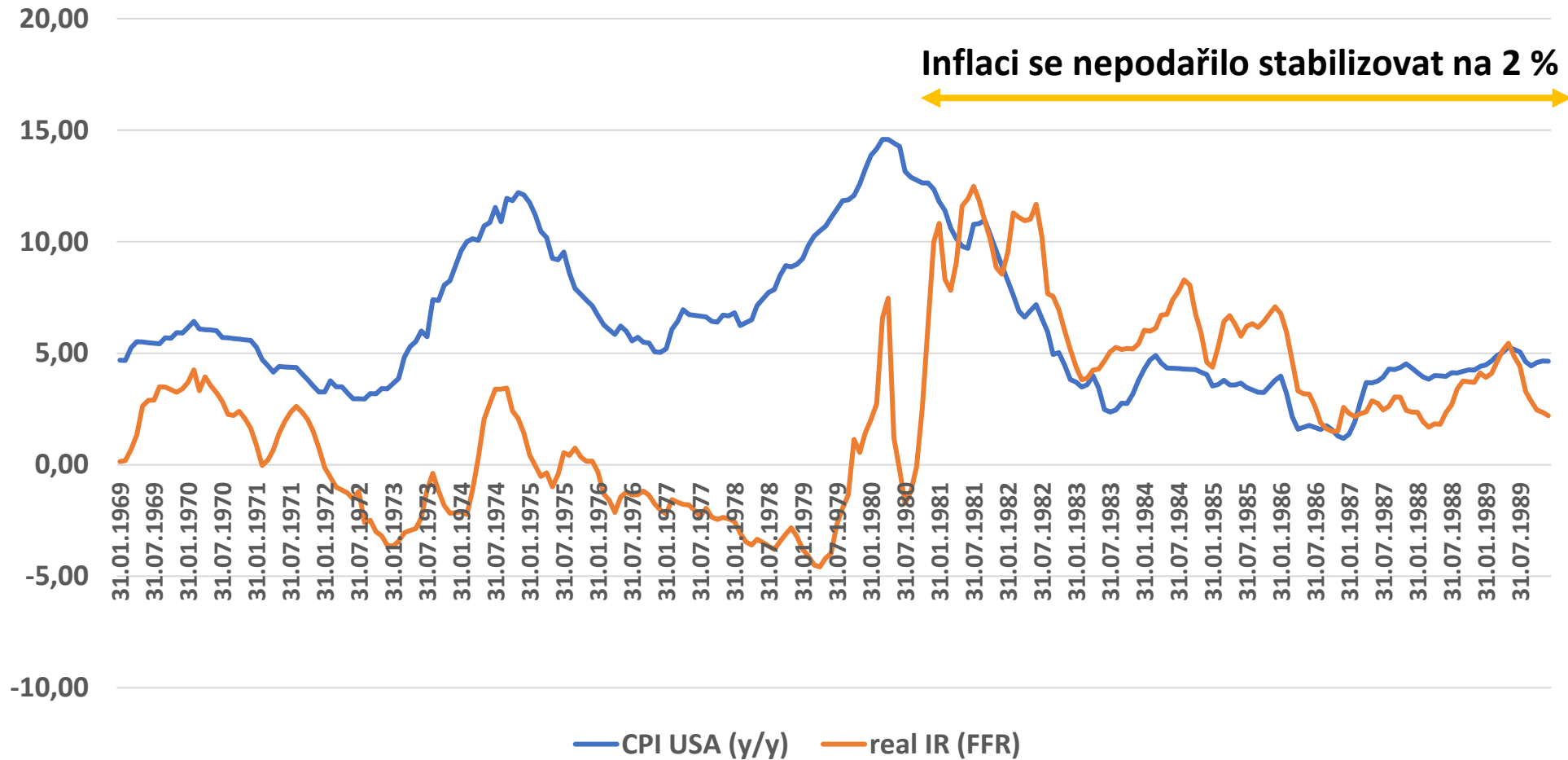
### Diskuse k US inflaci v 70. letech:

Milton Friedman x James Tobin, Paul Samuelson, Arthur Okun...

### Milton Friedman (základní postuláty):

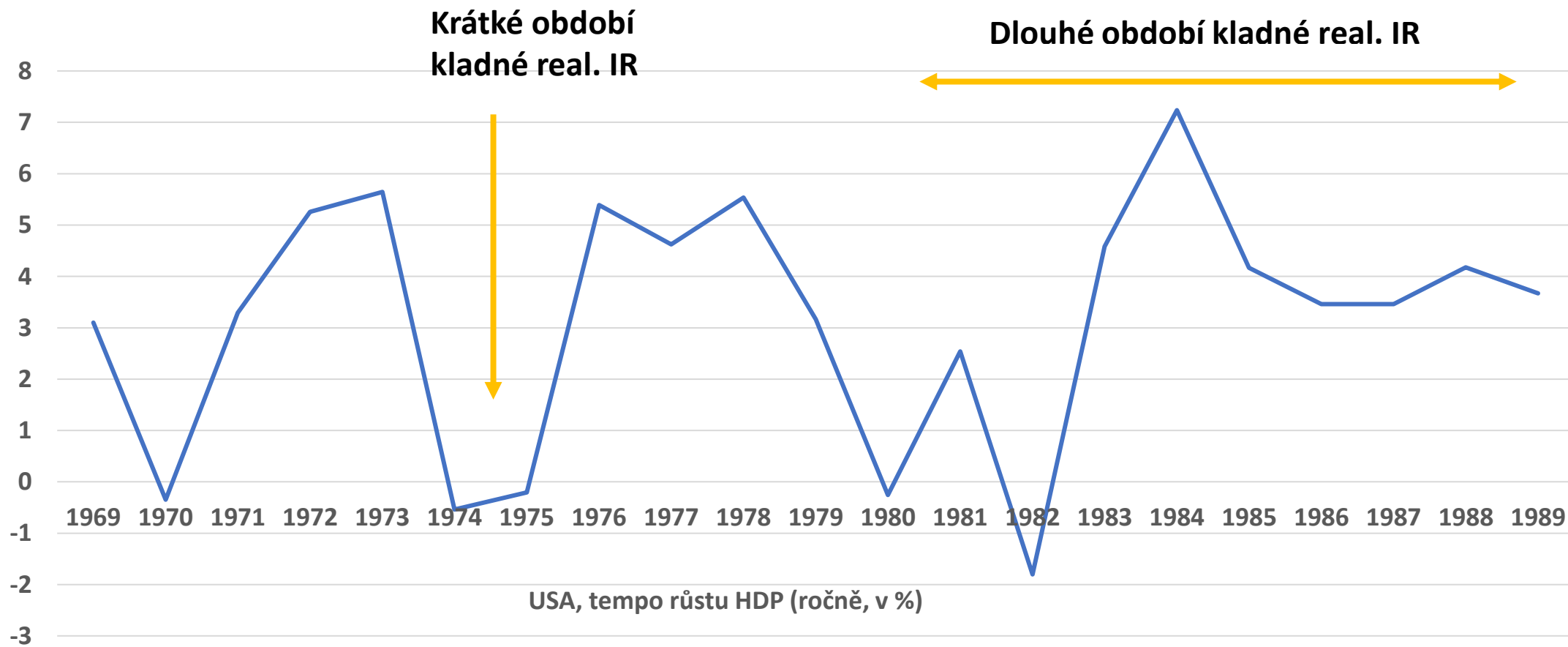
- 1) „The price level and inflation are monetary phenomena,...” „...monetary restraint is a *sufficient condition* for controlling inflation.“ „I don't think monetary policy has to be backed up by fiscal policy at all.“
- 2) *A budget deficit is inflationary* if, and only if, it is financed in considerable part by *printing money*“
- 3) “*Nominal interest rates* must be sharply distinguished from *real interest rates*.”, „...the fact that *nominal rates were below inflation* was a sign that the Federal Reserve was creating excessive monetary ease“.

# Paul A. Volcker (monetaristický předseda Fed v l. 1979-1987)



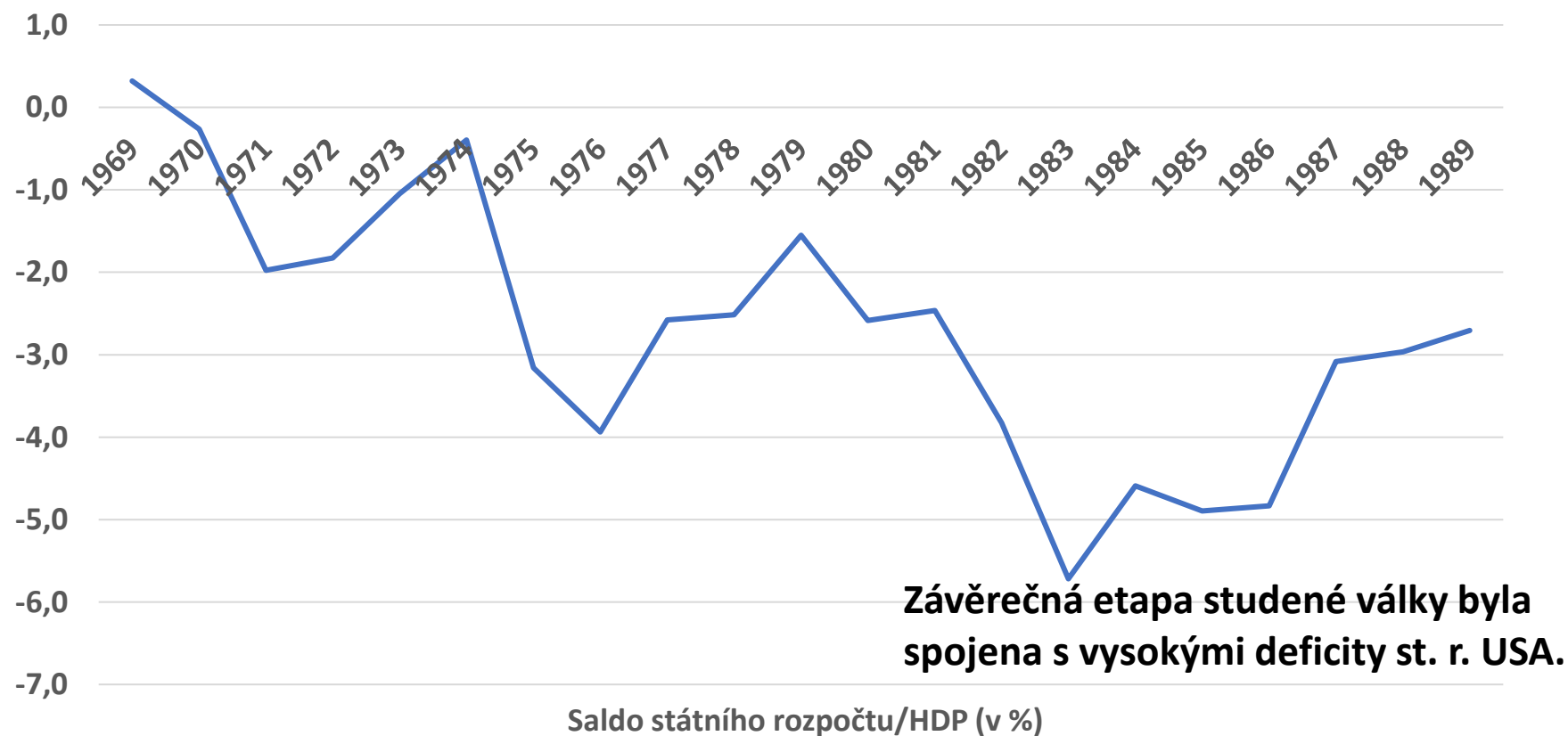
Zdroj: FRED, St. Louis Fed, 2022.

# Paul A. Volcker (monetaristický předseda Fed v l. 1979-1987)



Zdroj: FRED, St. Louis Fed, 2022.

# US deficit státního rozpočtu v l. 1969-1989



Zdroj: FRED, St. Louis Fed, 2022.

# VÝVOJOVÉ FÁZE „SOUČASNÉ“ GLOBÁLNÍ I DOMÁCÍ INFLACE

## **0. fáze (kvantitativní uvolňování)**

- *vznik inflačního prostředí* spojeného s nadměrnou volnou likviditou obchodních bank a dlouhodobou politikou nízkých úrokových sazeb
- *zrychlený růst cen reálných aktiv* (ceny zlata, nemovitostí, uměleckých předmětů...)

## **1. fáze (covidová a válečná krize)**

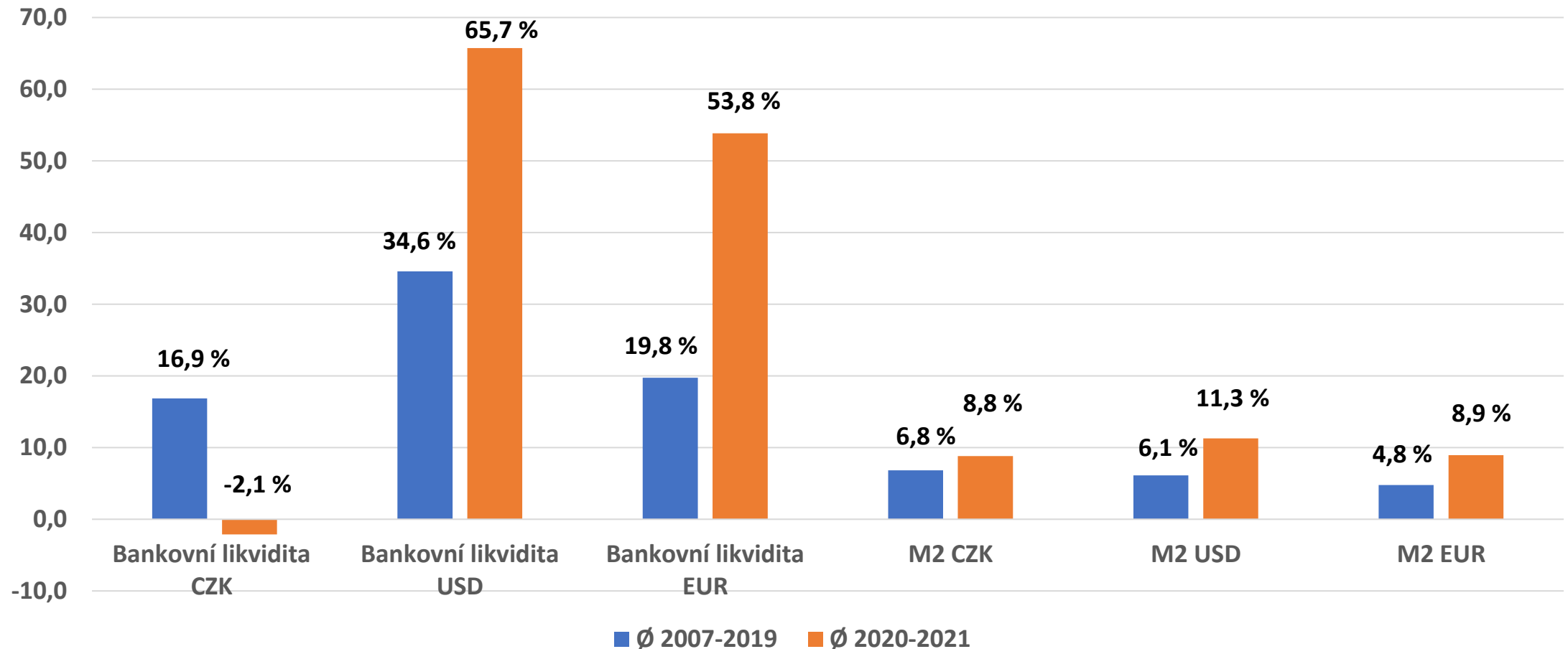
- *nabídkové šoky* spojené s poklesem potenciálního produktu
- *quasi rozpočtová emise peněz* v případě deficitu státního rozpočtu financovaného bankovním sektorem (CB nebo OB)

## **2. fáze (hrozba do budoucna)**

- *vznik inflačního „perpetua mobile“* (inflační očekávání, smluvní cenová a mzdová indexace, nákladové kalkulace v regulovaných odvětvích, fiskální schodky financované bankovním sektorem, oslabování měny)

# VZNIK GLOBÁLNÍHO INFLAČNÍHO PROSTŘEDÍ

## Jak je to s „tiskem“ peněz? (Ø tempa růstu, v %)

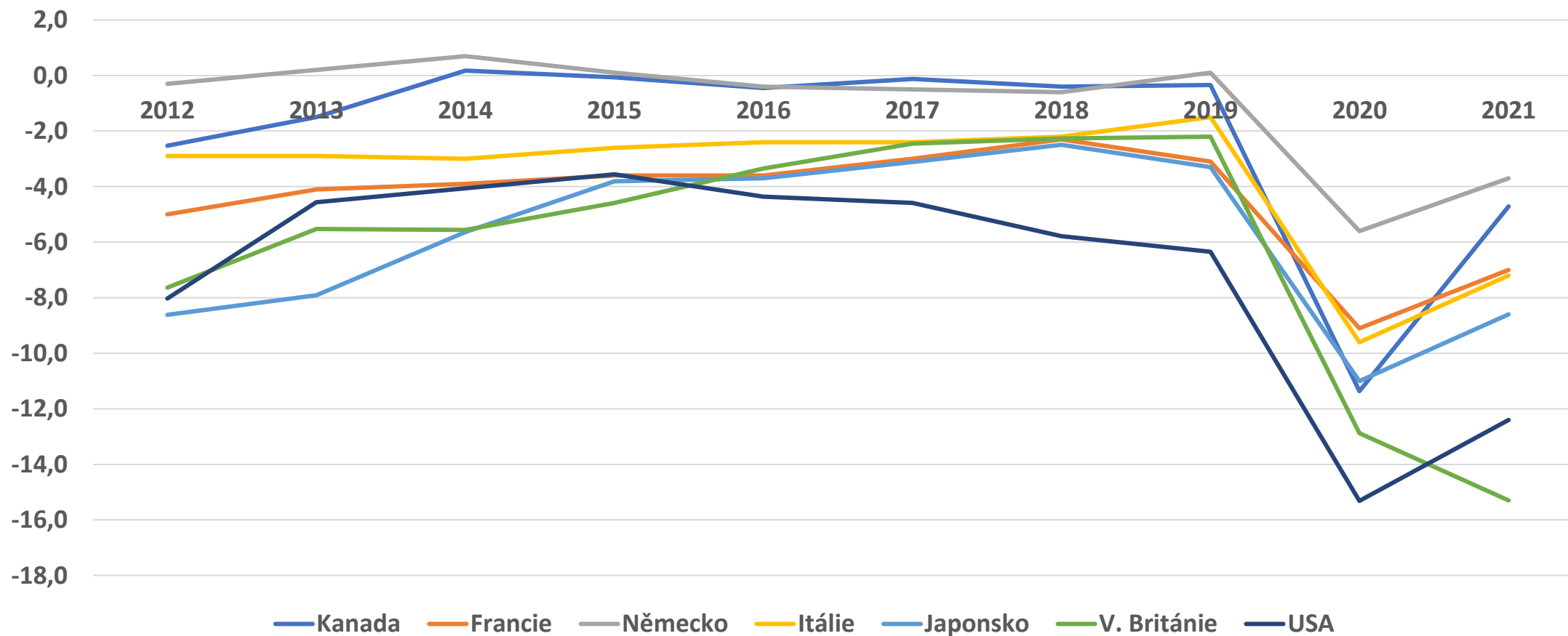


*Poznámka:* Bankovní likvidita = povinné rezervy + volné rezervy + stahovací repa + depozita OB u CB



# Vývoj sald státních rozpočtů

(k HDP, v %, 2012-2021, G7)



Zdroj: OECD Data a národní odhady.

# SLUMPFLACE, STAGFLACE A INFLAČNÍ PERPETUUM MOBILE

## Slumpface, stagface (covidová a válečná krize)

$Y_{POT}$  a  $AS$ : *nabídkové tendence a šoky vedoucí k poklesu potenciálního produktu (trendově nízká porodnost + zastavení přílivu prac. síly, trvalé narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců)*

$AD$ : *quasi rozpočtová emise peněz v případě vysokého deficitu st. rozpočtu financovaného bankovním sektorem (CB nebo OB)*

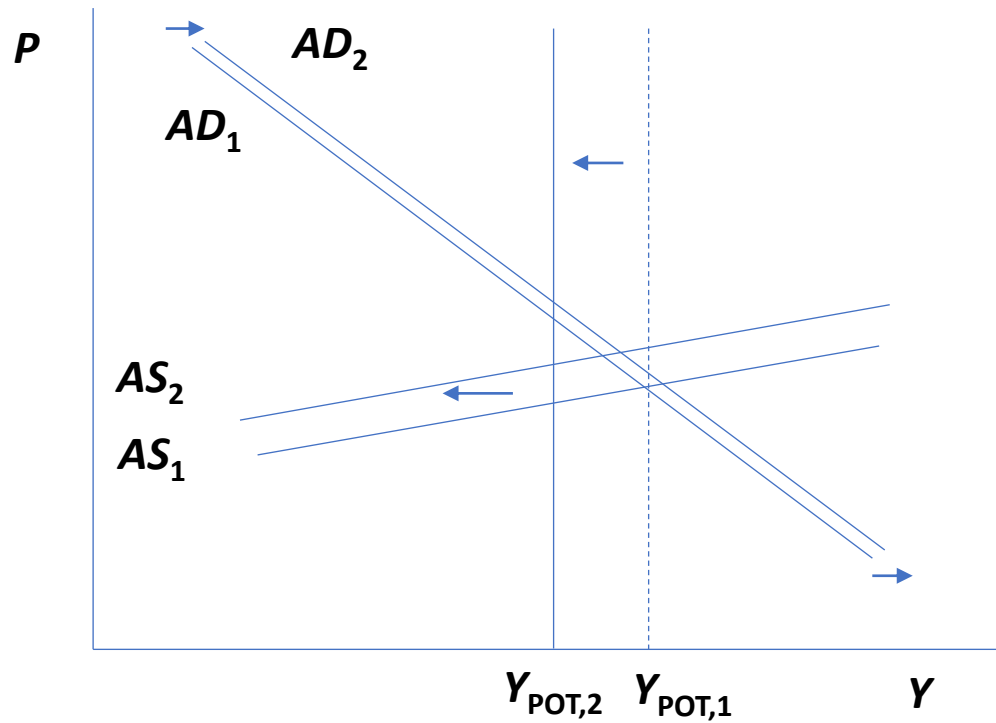
## Inflační „perpetuum mobile“ (hrozba do budoucna)

$AS$ : *inflační očekávání, smluvní cenová a mzdová indexace, nákladové kalkulace v regulovaných odvětvích, příp. depreciace měny*

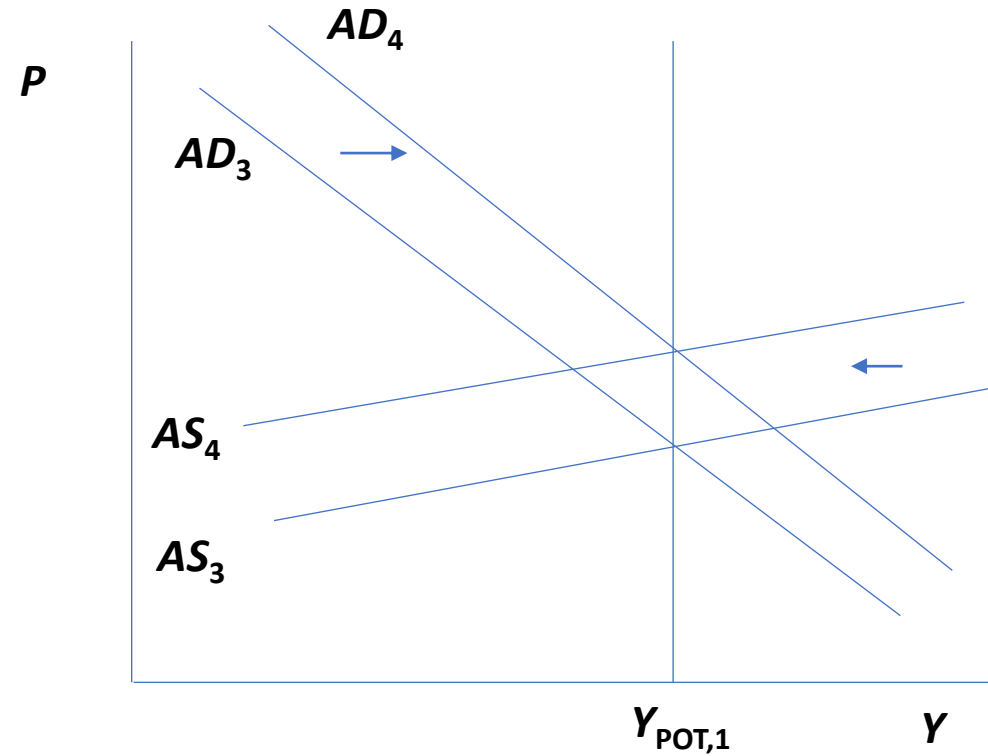
$AD$ : *quasi rozpočtová emise peněz v případě pokračujících vysokých deficitů st. rozpočtu financovaného bankovním sektorem*

# Pokles potenciálního produktu, slumpflace a vznik inflačního „perpetua mobile“

Slumpflace, stagflace



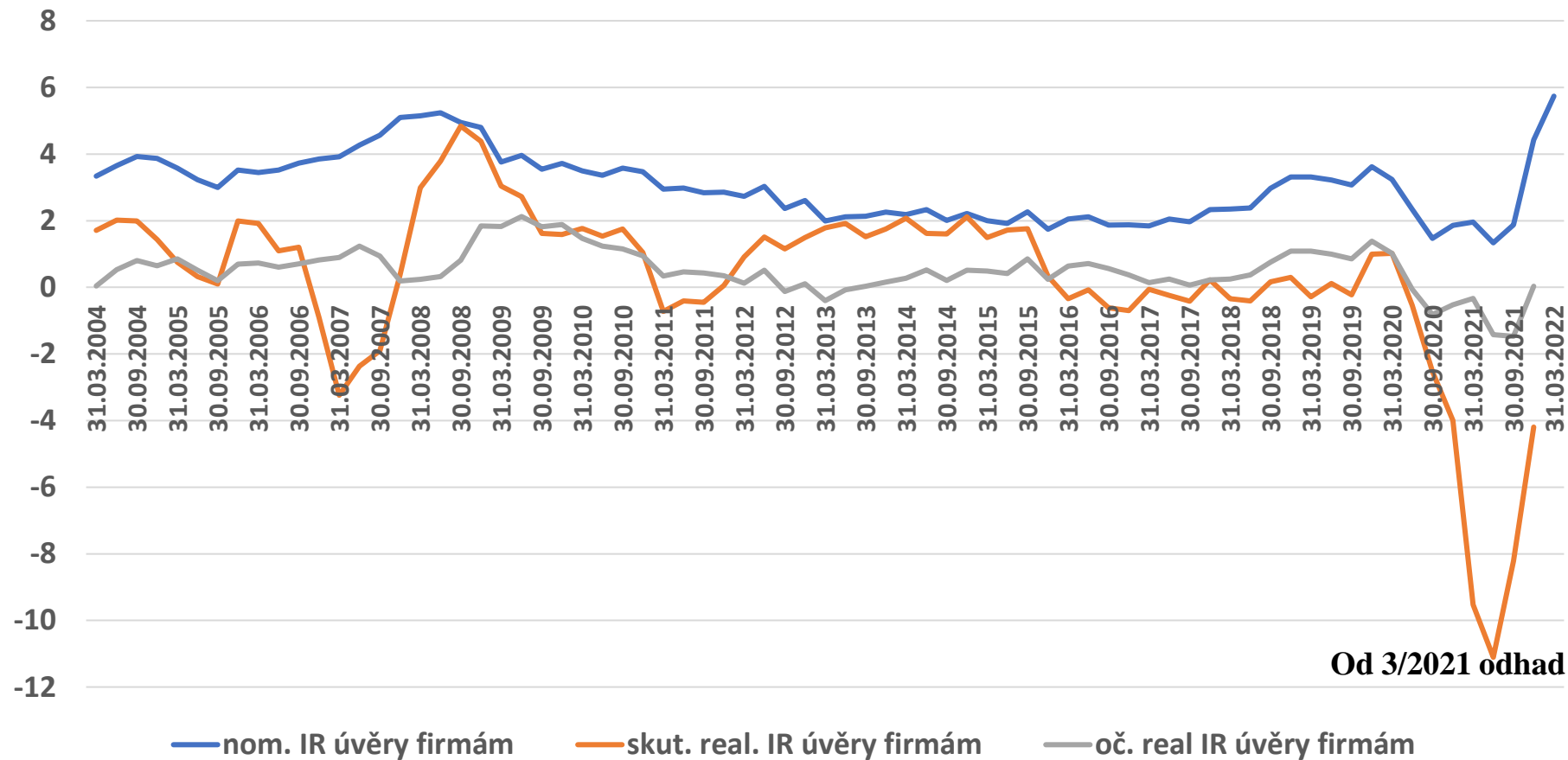
Inflační „perpetuum mobile“



# 1) JAK NASTAVIT VÝŠI NOMINÁLNÍCH A REÁLNÝCH ÚROKOVÝCH SAZEB?

- *Slumpflace (pokles potenciálního produktu při současné fiskální expanzi)*
  - nelze dogmaticky aplikovat Fisherův a Friedmanův *koncept kladné reálné úrokové míry*
  - důležité je sledovat *vývoj zisku (resp. hrubého provozního přebytku)* v klíčových odvětvích
- *Inflační „perpetuum mobile“*
  - nutno *zastavit emisní účinky deficitu státního rozpočtu*
  - lze aplikovat Fisherův a Friedmanův *koncept kladné reálné úrokové míry*

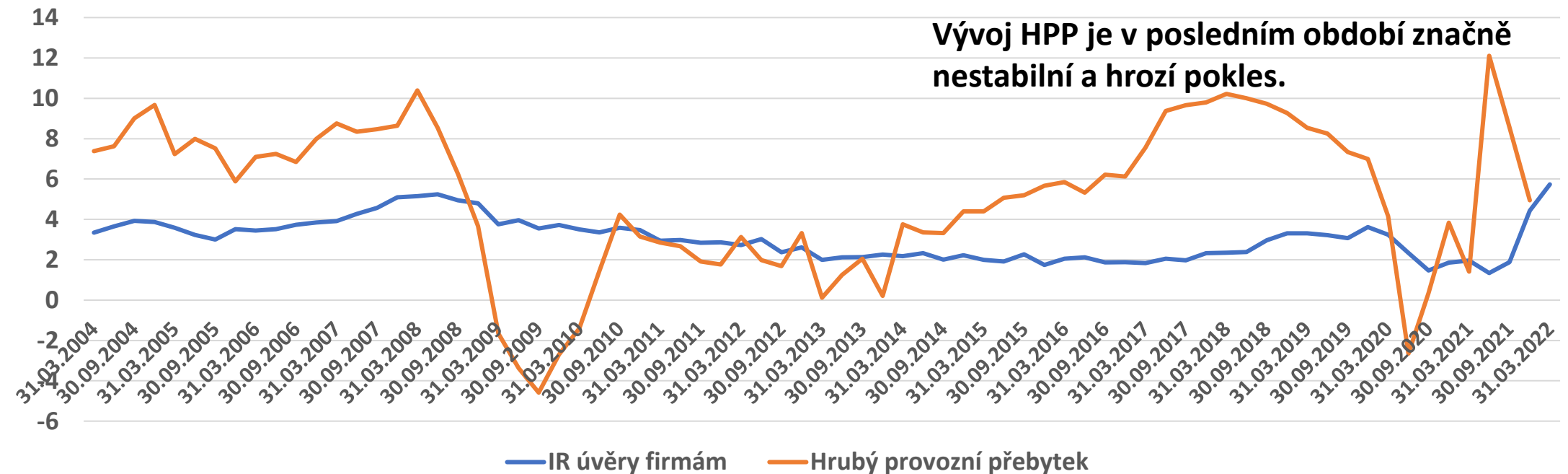
# Jaký je vztah mezi vývojem nominálních a reálných úrokových sazeb?



*Pozn.:* Firmy očekávají roční inflaci silně adaptivně (korelace inflačního očekávání firem s minulou inflací je 0,80).

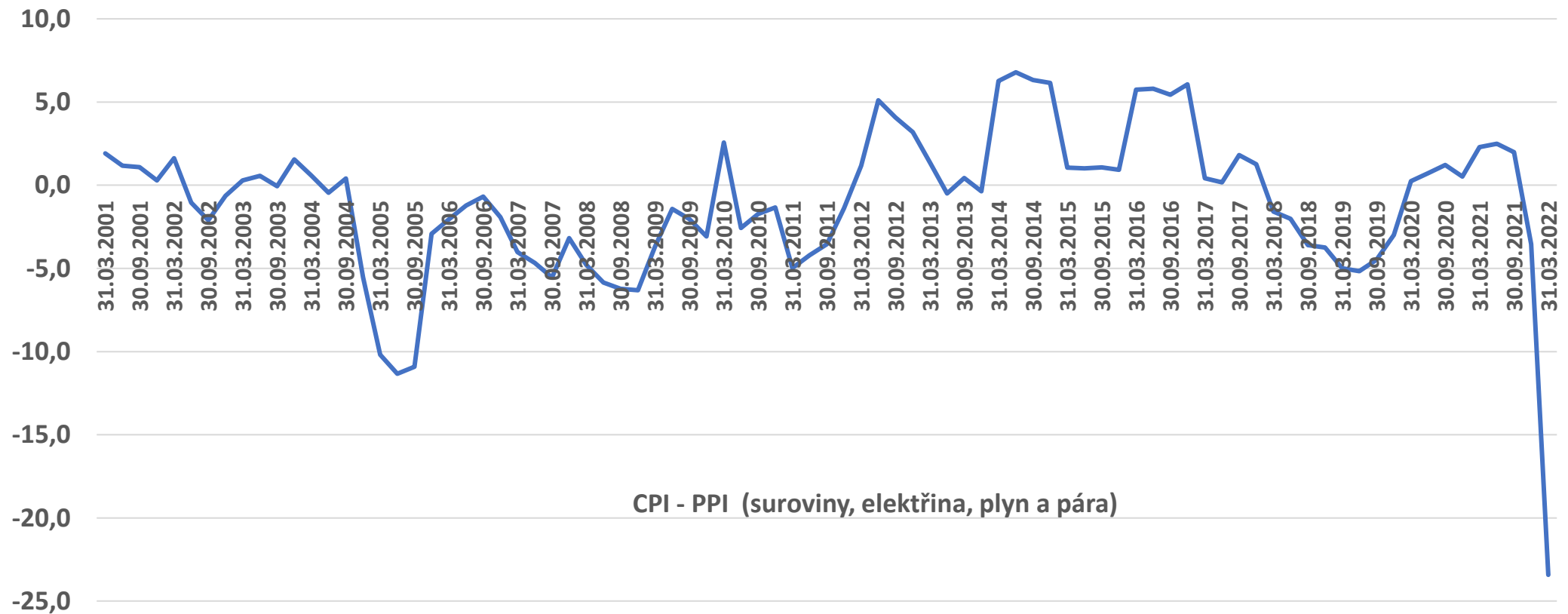
# Jak hodnotit výši nom. úrokové sazby u firemních úvěrů z pohledu vývoje hrubého provozního přebytku?

(tempo růstu, meziroční změny)



*Provokativní úvaha:* Inflační očekávání jsou adaptivní a v „neklidných dobách“ špatná. Potenciální produkt je těžko kvantifikovatelný. Proto z hlediska únosnosti restriktce musíme sledovat vztah mezi vývojem nominálních úrokových sazeb a ziskovostí firem (resp. hrubý provozní přebytek).

# Předstihový indikátor „CPI – PPI vstupy“ signalizuje prudké zhoršení vývoje hrubého provozního přebytku v letošním roce (meziročně, v %)



## 2) ČESKÁ KORUNA NEMÁ STŘEDNĚDOBÉ FUNDAMENTY PRO POSILOVÁNÍ

*Vliv úrokových sazeb na měnový kurz přes nekrytou úrokovou paritu je pouze dočasný*

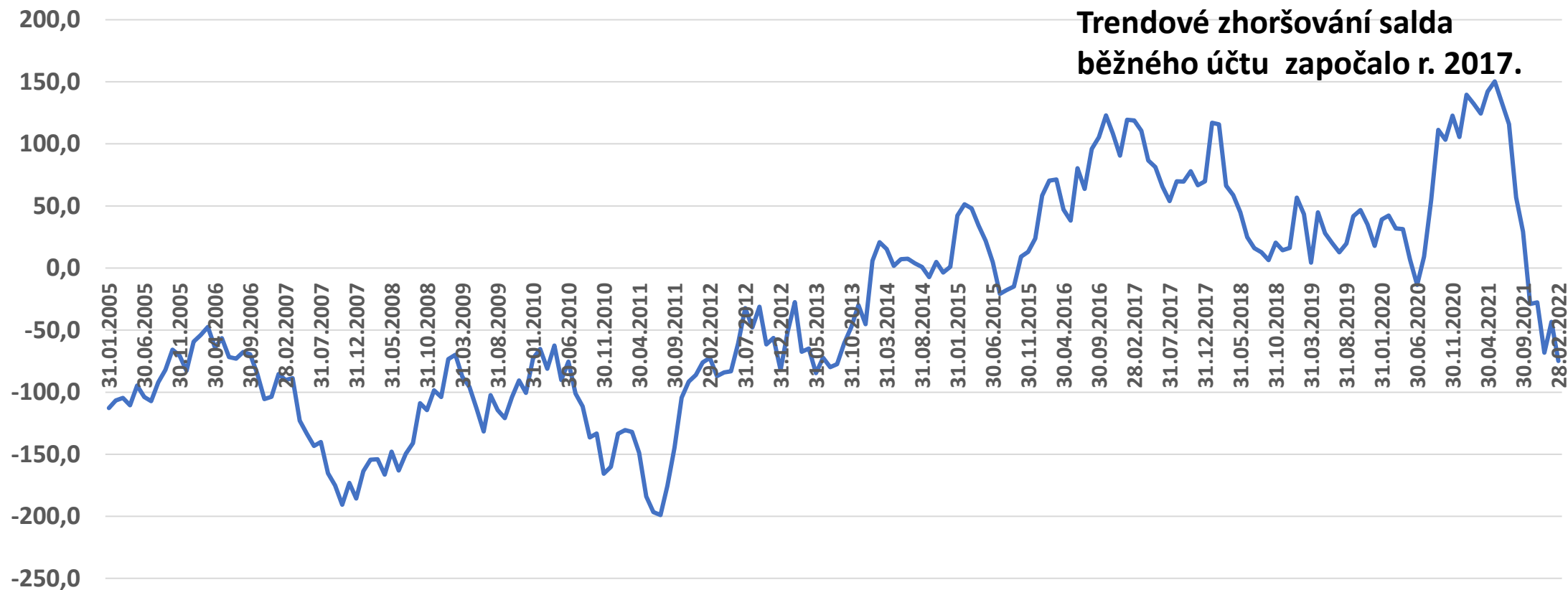
- nárůst rizikových premií spekulantů je funkcí objemu otevřených korunových pozicí, koruna zpětně oslabí.

*Chybí střednědobé fundamentální faktory pro posílení koruny:*

- a) vznik „twin deficitu“ (deficit st. r. a běžného účtu pl. b.)
- b) zahraniční směnné relace se dlouhodobě (trendově) nezlepšují
- c) investujeme (na hlavu) méně než vyspělé země v EU
- d) „nůžky“ mezi růstem nominálních mezd a produktivitou práce se otevírají
- e) zahraniční investiční pozice je deficitní
- f) výpočty parity kupní síly jsou „nonsense“

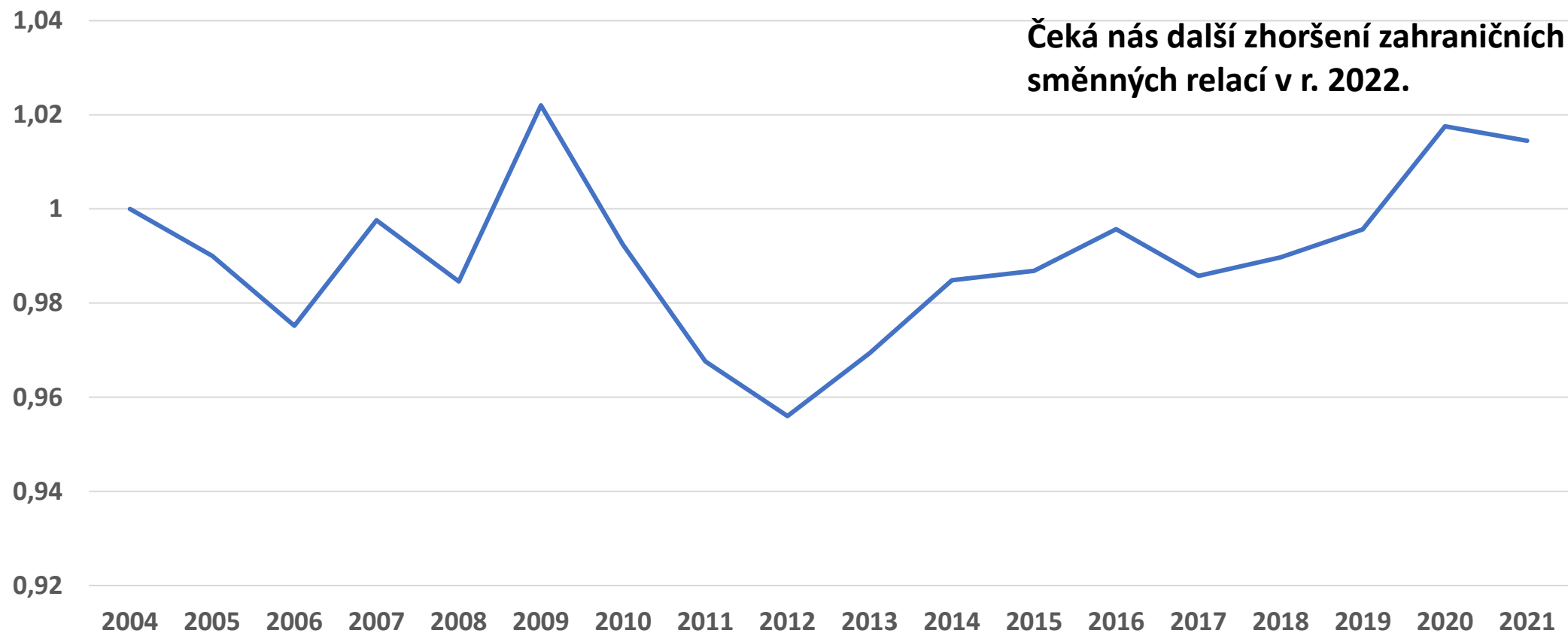


# Saldo běžného účtu platební bilance (mld. CZK, klouzavě 12M)



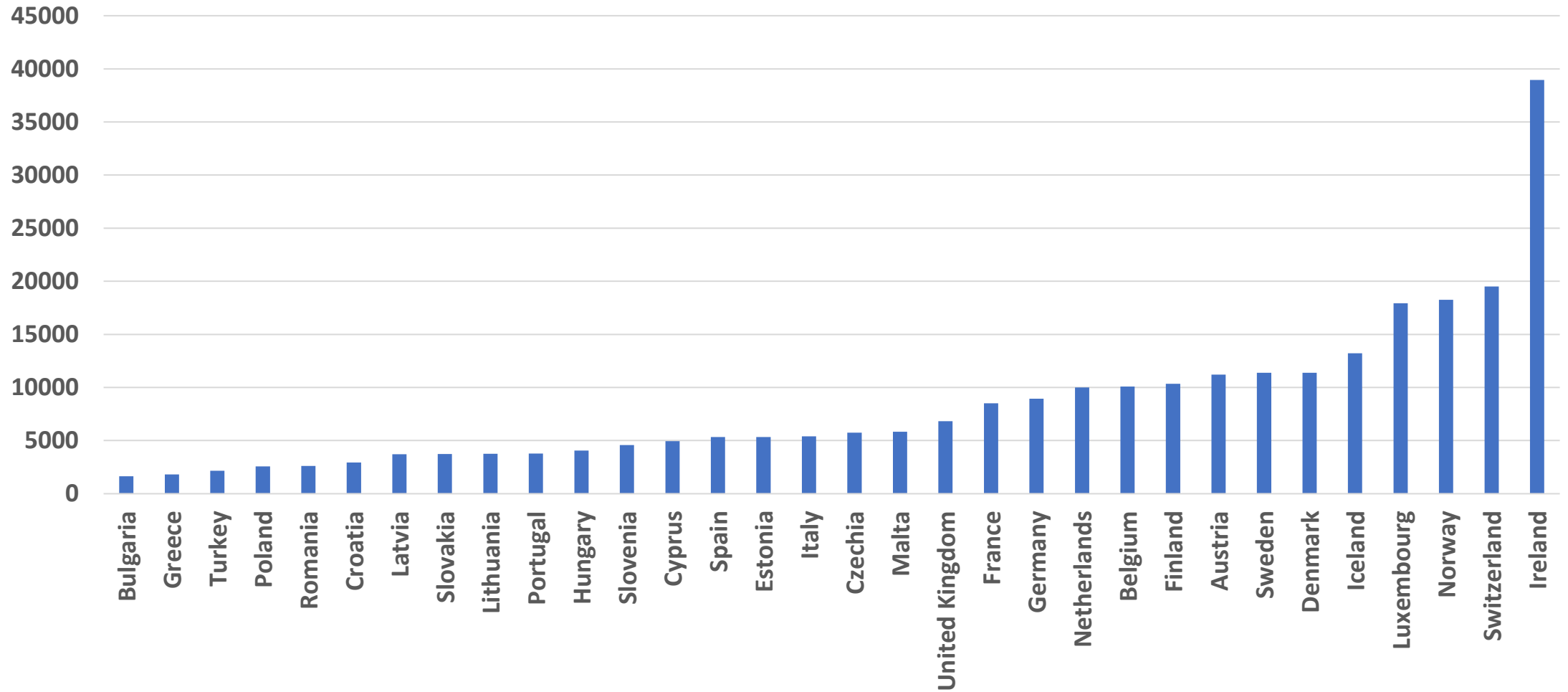
Zdroj: ARAD ČNB, 2022.

# Index zahraničních směnných relací (BI, 2004 =1)



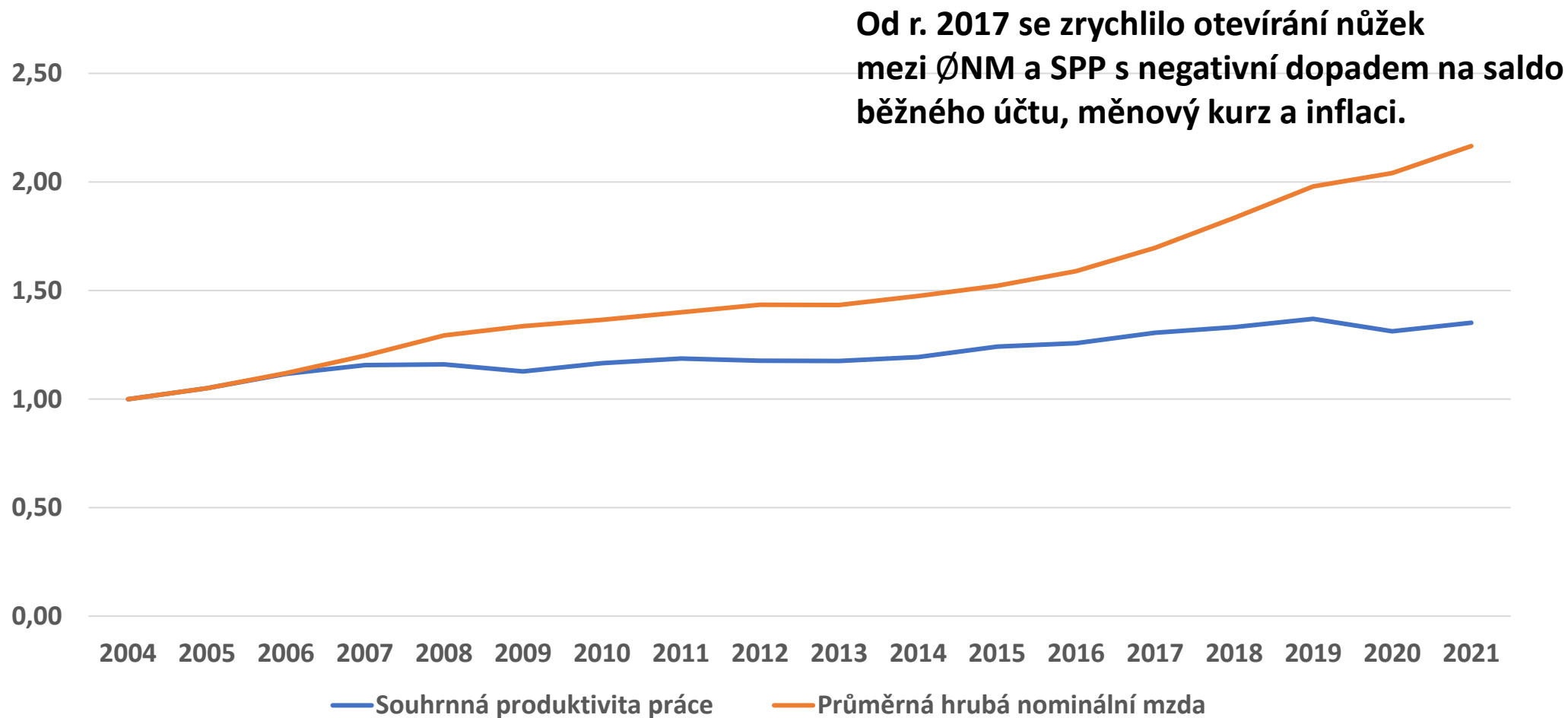
Zdroj: ČSÚ, 2022.

# Investice na hlavu v r. 2019 (THFK, v EUR)



Zdroj: Eurostat, 2022.

# Souhrnná produktivita práce a průměrná nominální mzda (BI, 2004 = 1)

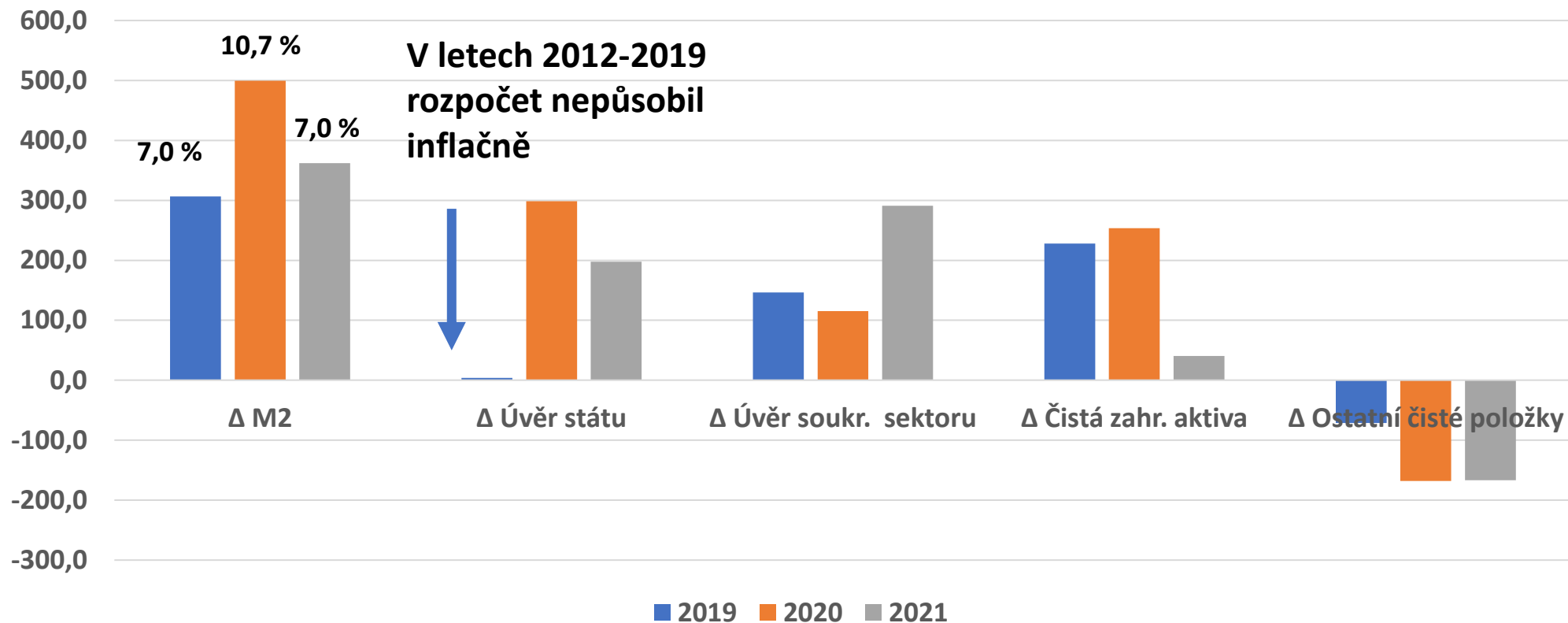


Zdroj: ČSÚ, 2022.

### 3) ZDROJE SOUČASNÉ DOMÁCÍ PENĚŽNÍ EMISE

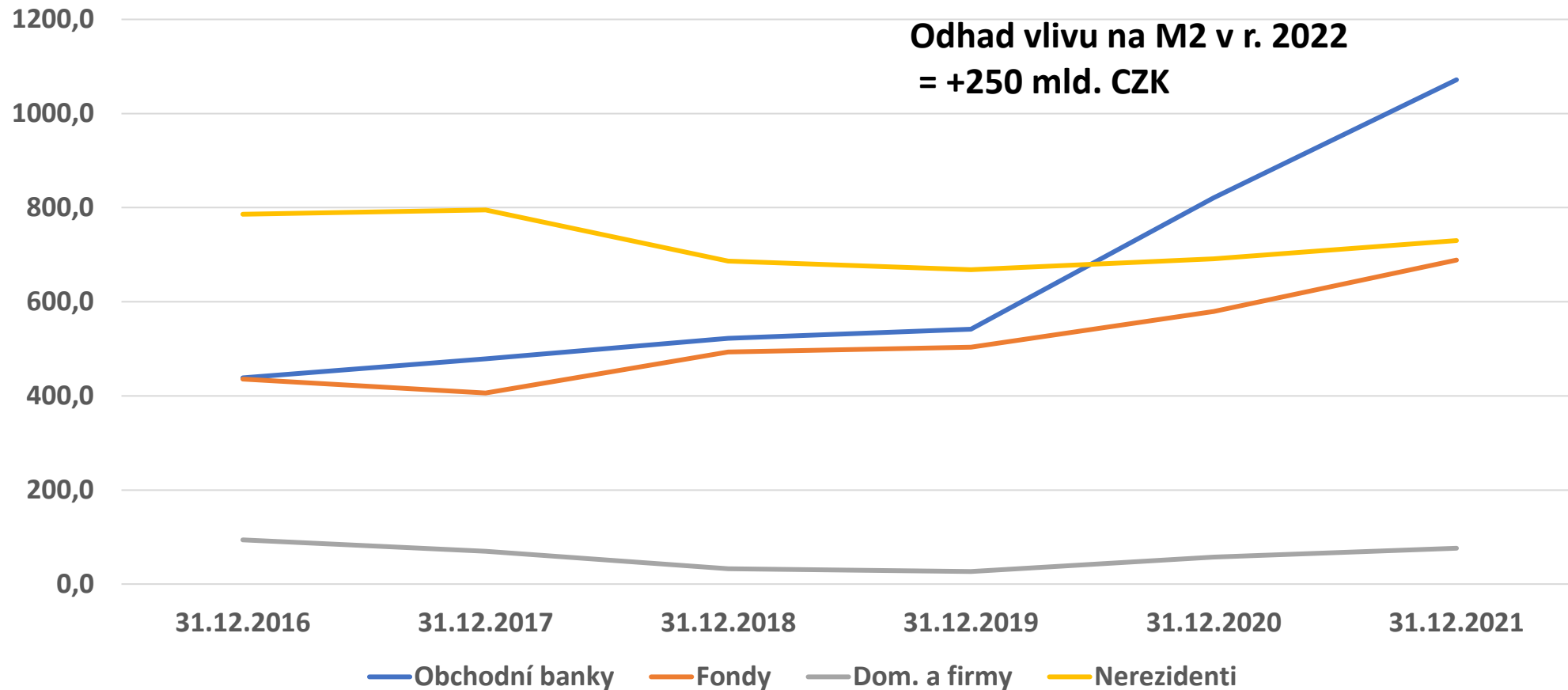
- 1) **„Skrytá“ monetizace státního dluhu:** *nákup st. c. p. domácími obchodními bankami* v podmínkách systémového přebytku bankovní likvidity a vysokých deficitů státního rozpočtu
- 2) **Úvěry soukromému sektoru:** domácnosti a nefinanční podniky (*„úvěrový paradox“ dnešních dní*)
- 3) **Příliv zahraničního kapitálu:** přes čistá zahraniční aktiva bankovního sektoru (???)
- 4) **Ostatní čisté položky:** emisní vliv úrokové ztráty ČNB s tlumící možností makrobezpečnostní politiky

# Přírůstky M2 a význam jednotlivých zdrojů růstu (měnový přehled, v mld. CZK)



Zdroj: ARAD ČNB, 2022.

# Kdo nakupuje státní dluhopisy? Význam z hlediska peněžní emise (v mld. CZK)



Zdroj: ARAD ČNB, 2022.

# Paradox úrokové ztráty ČNB: působí emisně na M2

- $(\text{Repo stahovací} + \text{PMR}) * \text{repo sazba} = 2\,600 \text{ mld. CZK} * 0,05 = \mathbf{130 \text{ mld. CZK}}$
- tj. *emisní potenciál úrokové ztráty ČNB na M2 přes „ostatní čisté položky“*
- Možné bilanční dopady této „subvence“:
  - a) zvýšení depozitních úrokových sazeb pro klienty (přímá emise peněz)
  - b) zvýšení nerozděleného zisku obchodních bank s dopadem na dividendy domácích a zahraničních vlastníků (možná budoucí emise peněz nebo poptávka po devizách)
- Za úvahu stojí zvýšení sazeb PMR při opětovném zavedení nulového úročení PMR.

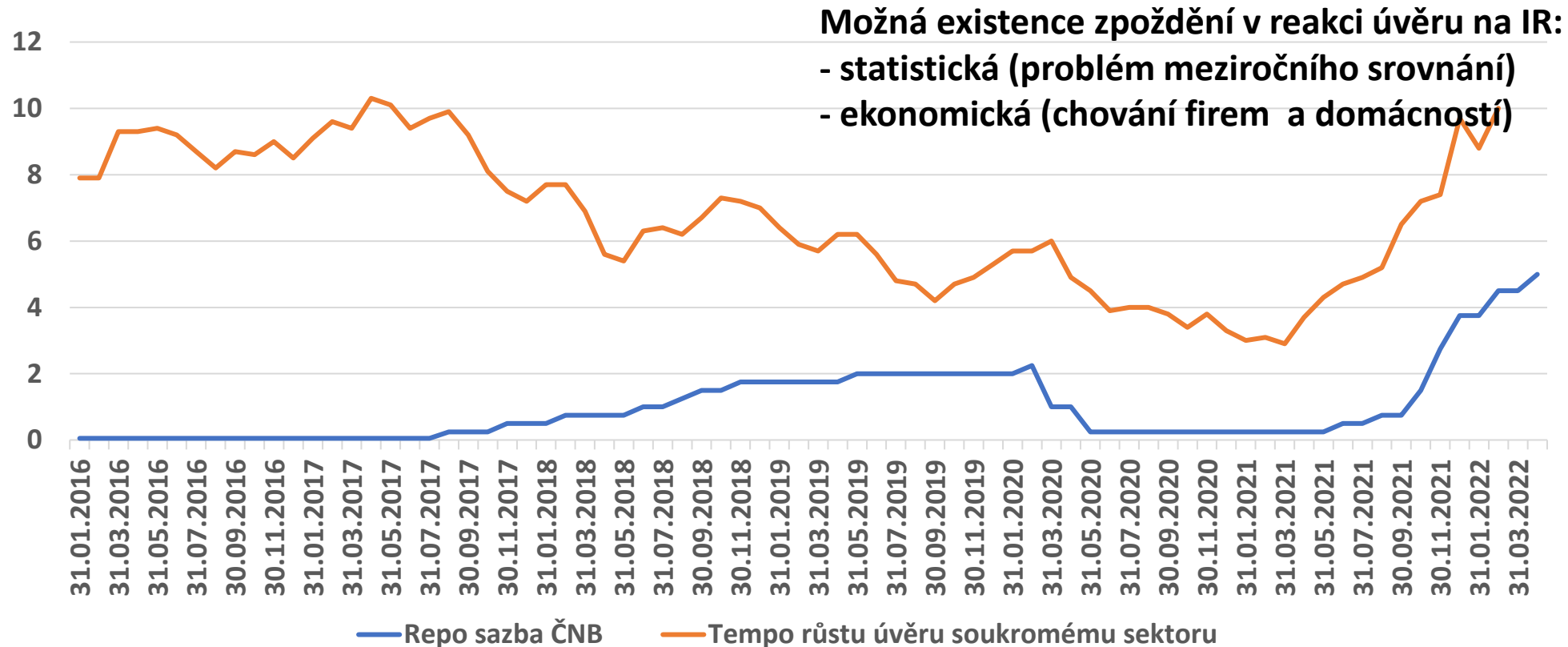


## Monetární vliv deficitu státního rozpočtu a nutnost „crowding outu“ (v r. 2022 a dalších letech)

- *Historická zkušenost*: s inflačním cílem 2 % je kompatibilní dlouhodobý růst M2 okolo 7 % (tj. cca **390 mld. CZK v roce 2022**)
- *Emisní účinek deficitu státního rozpočtu*: odhad okolo **250 mld. CZK**
- *Emisní účinek úrokové ztráty ČNB*: odhad **50 až 100 mld. CZK**

⇒ nutnost velkého „crowding outu“ na straně soukromých úvěrů: max. možný roční růst o **40 až 90 mld. CZK**.

# Úvěrový paradox „dnešních dnů“ - při růstu repo sazby ČNB sazeb se zvyšuje tempo růstu úvěru soukromému sektoru



Zdroj: ARAD ČNB, 2022.

# ZÁVĚRY (s respektem k nabídkovým šokům)

- Inflace v ČR je dnes spíše fiskální než monetární jev
- „The first best“ řešení je na straně státního rozpočtu, které se neobejde bez zvýšení sazby daně z příjmu fyzických osob.
- Přerozdělovací procesy přes příjmovou stranu státního rozpočtu jsou společensky méně nákladné než přerozdělovací procesy přes inflaci.
- Měnová restrikce je „the second best“ v boji se současnou inflací
  - a) s menší účinností,
  - b) s možnými dodatečnými náklady v podobě recese.

Děkuji za pozornost