

SEMINÁŘE ČSE

MDT: 338.23:336.74; 336.748.12; 336.748.14; 336.711

klíčová slova: deflace – měnová politika – centrální banka – Japonsko

Měnová politika v období velmi nízké inflace

Na konci druhé dekády června 2003 se uskutečnil 46. seminář České společnosti ekonomické v řadě „Ekonomické teorie a česká ekonomika“, věnovaný problematice možností měnové politiky a jejího vykonavatele, tj. centrální banky, v období s velmi nízkou inflací. Řečníky semináře byli Jan Frait, člen Bankovní rady ČNB a prezident České společnosti ekonomické, který vystoupil s příspěvkem totožným s názvem celého semináře, a Miroslav Singer, hlavní ekonom společnosti PricewaterhouseCoopers, který svůj příspěvek nazval „Je deflace reálná hrozba globální ekonomice, či ekonomice české?“ Seminář byl moderován Lubošem Komárkem, tajemníkem ČSE.

V úvodní části *Miroslav Singer* připomněl definici deflace, stručně okomentoval její příčiny, důsledky a relativně známý „statistický“ fakt, že inflace vypočtená na bázi indexů spotřebitelských cen může být nadhodnocována o 0,5 až 1 %. Dále se zabýval prezentací signálů deflace od 80. let minulého století do současnosti podle průmyslových a rozvíjející se zemí. Zde rovněž poukázal na zajímavý fakt, že v poslední dekádě klesl index spotřebitelských cen v průměru o 2 % (průměr zahrnuje jak průmyslově vyspělé, tak rozvíjející se ekonomiky), tj. tempem, které nebylo pozorováno od 50. let minulého století. Argumentace, kterou autor uváděl na podporu svých názorů na problematiku deflace, byla téměř výhradně opřena o tlumočení závěrů jedné studie Mezinárodního měnového fondu (2003)¹, která byla dále použita jako metodologický vzor pro následnou evaluaci hrozby české deflace.

Teoretická prezentace vycházela z obdobné části uvedené studie MMF diskutující náklady deflace. Zde M. Singer citoval, že pozitivní nabídkové šoky typicky nemění očekávání ekonomických subjektů, a tedy nejsou nebezpečné. Naopak studie upozorňovala na to, že agregátní poptávkové šoky s vysokou pravděpodobností způsobují značné náklady, mimo jiné v důsledku řady nominálních rigidit (podstata fungování finančního zprostředkování, včetně dolního omezení úrokové míry na nezáporné hodnoty, a fungování trhu práce). Další zajímavá citace studie MMF (2003) připomněla, že náklady deflace a inflace (zvláště neočekávané) nejsou symetrické, a také to, že deflace a inflace mají některé podobné důsledky na aktivity, avšak fenomén deflace provázají celkově větší náklady. Mikroekonomický pohled na deflacii byl opět demonstrován citací z práce MMF (2003), která uvádí, že v období zejména neočekávané deflace ztráty dlužníků nemohou být vyrovnány zisky věřitelů, mimo jiné kvůli ztrátě hodnoty zástav. M. Singer dále vybral tři hlavní závěry, které studie uvádí jako poučení z historie: (1) deflace a deflační očekávání mohou do ekonomiky vrůst překvapivě rychle; (2) pokud deflace není primárně způsobena pozitivními nabídkovými šoky, může způsobit kruté ekonomické škody; (3) rozhodná

¹ Jde o práci: Kumar, M. S. – Baig, T. – Deereessin, C. – MacDonagh, F. – Feyzioglu, T. (2003): *Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force*. International Monetary Fond, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf>.

a energická opatření mohou způsobit rozhodující změnu vedoucí k účinnému a relativně rychlému ukončení deflace.

Následně představil M. Singer indikátor, který byl ve studii MMF (2003) zkonstruován pro indikaci míry deflačního rizika. Ve stručnosti jde o index obsahující čtyři skupiny indikátorů (vývoj agregátních cen, měřítka nevyužitých kapacit, vývoj trhu s aktivy a monetární ukazatele a indikátory úvěrového trhu), jehož složky mohou nabývat booleovských hodnot. Výsledky indexu rizika deflace byly autory studie MMF rozděleny na minimální, nízké, střední a vysoké. Podle výsledků propočtu M. Singera je index rizika deflace pro Českou republiku vysoký při nevážené verzi indexu a mezi stupněm střední až vysoký při vážené verzi indexu.

V závěrečné části svého vystoupení M. Singer shrnul další podnětné závěry z studie MMF (2003) a návrhy opatření, které by podle řečníka měla Česká národní banka realizovat při boji s deflací: (1) jednoznačně připustit značná deflační rizika a vyjadřovat všemi prostředky odhodlání zabránit deflačnímu vývoji včetně vyjádření odhodlání reagovat na postup fiskální reformy dramatickým uvolňováním měnové politiky; (2) svázat kurzové intervence přímo s inflačním vývojem (přitom se zaměřovat jen na čistou inflaci) a provádět ochotně devizové intervence; (3) najít prostředek k penalizaci nadbytečných rezerv komerčních bank, působit na snížení právě části výnosové křivky; (4) vyjádřit připravenost čelit případnému splasknutí bubliny cen nemovitostí.

Jan Frait v druhé části semináře nejprve popsal motivační faktory pro své vystoupení a pro návrat k danému tématu.² Zdůraznil, že pro něj jako centrálního bankéře je tato tematika přitažlivá, a to především z důvodu velmi malých zkušeností centrálních bank s měnovou politikou v období velmi nízké inflace či deflace kombinované s nízkou úrovní nominálních úrokových sazeb. Působu zkoumání daného tématu pak jistě dodává existence japonské ekonomické „laboratoře“, která pohoťově experimentuje s novými teoretickými doporučeními při boji s tímto fenoménem. Dále J. Frait připomněl, že kromě mediálně známého případu Japonska a tuzemsky známého cenového vývoje (existence záporného růstu CPI inflace v několika měsících roku 2003) se s problematikou velmi nízké inflace potýkají jak vyspělé ekonomiky (např. USA, Švýcarsko, Singapur, Tchaj-wan), tak i ekonomiky rozvíjející se (např. Litva). Poté J. Frait sumarizoval základní příčiny nízkoinflačního vývoje (zejména pokles agregátní poptávky) a reakce na něj (zejména snaha o uvolnění měnové politiky). Za problematickou situaci byla označena deflační recese, kdy nominální úrokové sazby konvergují k nule. Zde J. Frait formuloval ekonomický rébus, jehož uspokojivé řešení v ekonomických učebnicích do značné míry chybí: Jak může nárůst bankovních rezerv stimulovat ekonomiku, pokud je v ní dosaženo nulových nominálních sazeb?

V další části svého vystoupení J. Frait objasnil možnosti měnové politiky v situaci s deflací a nulovými nominálními sazbami – nejprve byla popsána ex ante opatření definovaná autorem jako tzv. *preventivní měnová politika* (centrální banka stanoví minimální dolní limit inflace, dbá na stabilitu finančního sektoru a nebojí se agresivně reagovat měnověpolitickými úrokovými sazbami s cílem zabezpečit do ekonomiky dostatečnou likviditu). Pokud se ekonomika již do problematického stavu dostala, pak nezbyvá než zvolit politiku tzv. *kvantitativního uvolňování* (*quantitative easing*, QE), kterou proslavila série ekonomických experimentů Bank of Japan (BoJ). Ve stručnosti se jedná o termín zahrnující nestandardní opatření centrální banky, např. rozsáhlé podpory likvidní pozice bank, vyhlášení explicitního stropu na střed-

² V dubnu 1999 byl Janem Fraitem prezentován příspěvek na téma „Deflace v Japonsku“ v rámci semináře katedry hospodářské politiky VŠE Praha. Na základě zde prezentovaných referátů pak vznikl článek Frait, J. – Horská, H. – Melecký, M. (2002): Recese, deflace, bankovní krize a past likvidity v Japonsku. *Politická ekonomie*, roč. L, 2002, č. 2, ss. 263–280.

nědobé a dlouhodobé závazky, aplikaci politiky vrtulníkového efektu (monetární transfery) či nákup privátních aktiv ve snaze zvýšit jejich výnos ad.

V navazující části J. Frait představil japonské ekonomické realie, opatření přijatá BoJ k zvrácení deflačního vývoje, ale uvedl i vybraná doporučení řady významných ekonomických osobností (např. Paula Krugmana). Byly diskutovány japonské deflační souvislosti, vztah měnové báze a peněžní zásoby, japonská fiskální realita a proces výše uvedeného kvantitativního uvolňování. Velkou pozornost vzbudil autorův normativní rozbor politiky QE. Za úspěch lze označit zabezpečení vysoké likvidity bankovního sektoru s cílem eliminace deflační spirály a snížení likviditní prémie v sazbách z firemních úvěrů. Za vedlejší negativní efekt politiky QE je považováno narušení funkčnosti peněžního trhu (transakční náklady převyšují výnosy z obchodování). Za neúspěch této politiky lze považovat zejména nefunkčnost transmisního mechanismu – od růstu likvidity přes úvěrování výdajů domácností a firem a oslabení zprostředkovatelské činnosti bank.

Vyvrcholením přednášky J. Fraita bylo zhodnocení současných aplikovaných či zatím jen teoretických doporučení pro řešení deflační situace kombinované s nulovými úrokovými sazbami, včetně popisu argumentů z řad zastánců a odpůrců politiky QE. Následně prezentované závěry byly orientovány na doporučení pro měnovou politiku, diskusi nad tím, zda je inflace peněžním jevem, a na polemiku, zda politika QE nabízí tzv. „free“, nebo „cheap lunch“. Závěrečná řečnická otázka zněla: „Co můžeme chtít po centrální bance při hledání cesty z deflace?“ Odpověď J. Franta vyzněla tak, že volání řady ekonomů po „boji s deflací“ silně nestandardními nástroji, které jdou za rámec mandátu centrálních bank v moderní demokratické společnosti, představuje radikální změnu náhledu na centrální bankovníctví. Ve 20. století došlo postupně k jednoznačnému příklonu ekonomů k oddělení vlády od funkce emitenta peněz v důsledku negativních zkušeností s proinflačními politikami. Přitom vedlejšími důsledky nestandardních nástrojů mohou být právě ty důsledky, před kterými většina ekonomů do počátku 20. století permanentně varuje. Deflační prostředí může být odrazem strukturálních problémů, které jsou do značné míry vyvolány nedostatky regulačního a institucionálního prostředí. Ekonomové by měli žádat po státu provedení reform, a ne jejich odkládání prostřednictvím peněžní emise. Na závěr své přednášky J. Frait zdůraznil, že by se nemělo připustit, aby se centrální banka stala „gamblerem nakupujícím ve velkém velmi riziková domácí a zahraniční aktiva, institucí financující rozsáhlé vládní výdaje nebo iniciátorem velmi vysoké inflace“.

Z vystoupení referujících i z poměrně bohaté diskuze vyplynulo, že poutavé představení jistě velmi aktuální problematiky měnové politiky v období velmi nízké inflace účastníky semináře zaujalo a obohatilo, což bylo patrné jak z veřejně prezentovaných, tak i z po semináři vedených diskuzí. Ty se orientovaly na možnosti využívání nástrojů (standardních, nestandardních) a postavení centrálních bank, na přesný význam termínu deflace a hodnocení kroků ČNB spojených s tímto fenoménem.³

Luboš KOMÁREK*

³ Plné texty obou referátů jsou přístupné v elektronickém bulletinu č. 45 na internetových stránkách České společnosti ekonomické (www.cse.cz).

* poradce člena Bankovní rady České národní banky, přednášející na Vysoké škole ekonomické v Praze a výkonný tajemník České společnosti ekonomické (lubos.komarek@cnb.cz)

SUMMARY

JEL Classification: E31, E52, E58

keywords: deflation – monetary policy – central bank – Japan

Monetary Policy during Very Low Inflation

Luboš KOMÁREK – Czech National Bank, Prague; The University of Economics, Prague (lubos.komarek@cnb.cz)

The article summarizes the main points discussed at the seminar on “Monetary Policy during Very Low Inflation”, held by the Czech Economic Association in June 2003. There were two main speakers at the seminar. The first was Jan Frait (Czech National Bank), who summarized the main ideas of quantitative easing and the role of a central bank during a period of deflation combined with low nominal interest rates. He was also focused on Japan and on an evaluation of its monetary policy of the last ten years. The second speaker was Miroslav Singer (PricewaterhouseCoopers), who presented the main results from an IMF research into low inflation and its implication for the Czech economy. The presentation was largely based on material available in Czech Economic Association Bulletin no. 46, which can be found at www.cse.cz.