

Úvod > Veřejnost > Servis pro média > Autorské články, rozhovory

2. 3. 2022 | [Holub Tomáš, člen bankovní rady](#)

Porosteme pomaleji a inflace může být nad 11 procent. I kvůli ruské agresii. Holub z ČNB očekává i další zvýšení sazeb

Rozhovor s *T. Holubem, členem bankovní rady ČNB*

Marek Miler (ihned.cz 2. 3. 2022)

Česko zažívá největší růst cen za více než dvacet let a Česká národní banka se nepříznivý vývoj snaží zkrotit rychlým zvedáním úrokových sazeb. A nyní je tu nečekaný ekonomický otřes, který inflaci nejspíš ještě zhorší – válka na Ukrajině a s ní i další růst cen komodit, hlavně zemního plynu a ropy.

Člen nejužšího vedení ČNB Tomáš Holub říká, že konflikt bude pro české hospodářství představovat „šok stagflačního charakteru“ - ceny dál porostou a meziroční inflace se v dubnu a v květnu může dostat až nad 11 procent. Zároveň ale budou drahá paliva brzdit hospodářský růst. Podle Holuba mohou umazat jeden procentní bod nebo i více na letošním růstu HDP. Holub, který o sobě rád říká, že je optimista, zatím nepředpokládá, že by Česko do stadia stagflace dospělo, tedy že by se ekonomický růst úplně zastavil.

„Nemám tím na mysli, že neporosteme. Jen porosteme pomaleji a míra inflace bude vyšší,“ říká. „Bude teď důležité udržet víru veřejnosti v to, že vzednutí inflace je jen dočasné a že zpomalí.“

Holub je jedním ze sedmi členů bankovní rady, která hlasuje o nastavení úrokových sazeb. Jeho názor na ekonomickou situaci má o to větší váhu, že jde o odborníka, který v centrální bance pracuje už přes dvě dekády. Než přišel do bankovní rady, vedl měnovou sekci, jež pro bankovní radu vytváří takzvanou ekonomickou prognózu – analýzu, sloužící jako hlavní podklad pro rozhodování o sazbách.

V rozhovoru pro HN Holub naznačuje, že i přes možné zpomalení ekonomiky je pro něj stále prioritou boj s inflací. Předpokládá, že by se klíčová úroková sazba, momentálně na úrovni 4,50 procenta, mohla v nadcházejících týdnech ještě zvýšit o dalšího čtvrt nebo půl procentního bodu.

HN: Jak byste současnou situaci české ekonomiky shrnul?

Vysoká inflace je určitě něco, co nás nemůže těšit. Lidem ubírá kupní sílu úspor. Na druhou

stranu stále čekáme pozitivní ekonomický růst. Před ukrajinským konfliktem jsme čekali pro letošek růst HDP někde kolem tří procent. Konflikt tento růst může snížit. Ale pořád budeme v mírných růstových číslech. A pořád máme nejnižší míru nezaměstnanosti v celé EU, a kdo chce pracovat, pracovat může. Takže není důvod podléhat ekonomickému pesimismu. Hospodářský vývoj teď není černobílý.

Z pohledu ČNB je důležité zachovat víru, že současná inflační epizoda je dočasná a že centrální banka dělá kroky, které mají inflaci zkrotit. Pokud si tuto víru zachováme, tak rok 2023 bude už pozitivní jak z hlediska cenového vývoje, tak z hlediska ekonomického růstu.

HN: Tento měsíc bude ČNB aktualizovat stávající ekonomickou prognózu. Bude se muset tento dokument vzhledem k válce na Ukrajině radikálně předělat?

Proinflační rizika pro nejbližší období byla už v té stávající prognóze. Někdo sice mohl brát s ulehčením, že v lednu jsme se těsně vyhnuli dvojciferné inflaci, ale bylo jasné, že se do dvojciferného pásma v některých nadcházejících měsících tak jako tak podíváme. To vzhledem k cenám ropy už před ruským útokem a vzhledem k dalším zvýšením cen energií, avizovaným některými distributory. Konflikt na Ukrajině tento vývoj zřejmě dál zhoršuje. K inflaci bude přispívat další růst cen ropy a ceny pohonných hmot, a může také zesílit tlak přes ceny plynu a elektřiny.

Ještě před časem jsem si myslel, že míra inflace se dostane někde nad deset procent v dubnu či v květnu, ale určitě ne nad jedenáct. Teď rozhodně tuto jistotu ztrácím. Bude také záležet na tom, jak dlouho budou vysoké ceny energií trvat. Vše je zatím tak čerstvé, že nejsme schopni dávat konkrétní odhady, ale mentálně se musíme připravit, že hranici, která se nám zdála ještě nedávno jako málo pravděpodobná, můžeme překročit.

HN: Má ČNB vůbec dostatek nástrojů, aby smysluplnou prognózu udělala? Jde přece jen o šok, který jsme tu v minulosti ještě neměli...

Před dvěma lety jsme vylepšili náš model tak, že se v něm začalo pracovat explicitně s cenami energií. Náš model tedy takový energetický šok umí zpracovat. Co ale zpracovat neumí, jsou další aspekty. V extrémním případě si umím představit, že ekonomickou aktivitu bude omezovat nejen cena energií, ale i jejich dostupnost. Pokud podniky kromě nedostatku čipů začne trápit i to, že nebudou mít plyn, tak tyto aspekty žádný makroekonomický model nepostihne. To je pak třeba analyzovat expertně. Kolegové ze sekce měnové i v době covidového šoku ukázali, že umějí smysluplné analýzy vytvářet i v mimořádných situacích.

HN: Analytici se shodují v tom, že dopad sankcí na české hospodářství nebude ani tak kvůli omezeným exportům, jako spíš z důvodů drahých komodit. Dá se říci, jak je česká ekonomika závislá na ceně plynu, případně ropy?

Souhlasím, že přímý exportní efekt je omezený a nebude nás výrazně bolet. Rusko má na našich exportech podíl 2,3 procenta. V roce 2014, když byla krymská krize, to ještě bylo mezi

čtyřmi a pěti procenty. Tam už je vidět dopad předchozích sankcí. Co se týče dovozu ropy, jsme závislí na Rusku asi ze 45 procent, ale u plynu je závislost zásadní – 90 procent.

Naposledy jsme dělali analýzu výrazného šoku do cen ropy v roce 2015, kdy šlo o propad ze 100 na 50 dolarů za barel. Tehdy nám vyšlo, že tento efekt snižoval míru inflace zhruba o jeden procentní bod a zároveň podporoval růst HDP také asi o jeden procentní bod. Teď se tedy asi bavíme o šoku, který v extrémním případě může být v podobných řádech, jen s opačným znaménkem. Hovořím o dalším nárůstu ceny ropy výrazně nad 100 dolarů za barel. Kvůli cenám či nedostupnosti plynu může jít navíc i o větší dopady. Ale aktualizovanou analýzu k tomu ještě nemáme.

HN: Platí tedy, že jde o takzvaný nákladový šok?

Jde o nákladový šok stagflačního charakteru – zrychluje inflaci a zároveň tlumí hospodářskou aktivitu. Když ale toto říkám, nemám tím na mysli, že neporosteme. Jen porosteme pomaleji a míra inflace bude vyšší. Neznamená to, že se růst úplně zastaví a že do stadia stagflace dospějeme.

HN: Za této situace mají centrální banky obecně určité dilema, zda brzdit inflaci vyššími sazbami, nebo spíš brát víc ohledy na těžkosti hospodářství a naopak mu pomáhat nižšími sazbami. Na kterou stranu se přikloníte vy?

Stagflační šoky jsou obecně to nejhorší, čemu centrální banky v měnové politice čelí. Nám se tu sbíhá stagflačních faktorů víc – i covid nakonec zasáhl produkční kapacity a zároveň vyvolal inflaci. Teď se přidává konflikt na Ukrajině.

Kdybychom tento šok zažívali na dvouprocentní inflaci, a se sazbami na neutrální úrovni kolem tří procent, tak asi budu první, kdo řekne, že to je učebnicový případ situace, kterou má centrální banka vysedět. Šlo by aplikovat výjimku, neboť jde o šok do cen několika málo komodit, je to dočasné a je to ze zahraničí. Ale v situaci, kdy máme inflaci na deseti procentech a evidentně tu jsou zjištěná inflační očekávání a na devíti procentech máme i jádrovou inflaci – v takové situaci musí být citlivost centrální banky vůči dalším šokům větší.

Proto jsem velmi rád, že jsme ta předchozí zvyšování sazeb udělali. Představte si, že toto by nastalo v situaci, kdy bychom stále byli se sazbami na nule, přešlapovali bychom na místě a teprve se chystali se sazbami vzhůru. Taková strategie by bývala byla nebezpečná, protože by spoléhala na to, že budeme mít do budoucna jen štěstí, vše samo odezní a nenastanou nové proinflační šoky. A přesný opak se stal. Kdybychom teď měli sazby na nule, byli bychom úplně mimo mísu. Takto máme komfort toho, že i během současného šoku můžeme jen jemně ladit, kde sazby mají skončit – jestli další případné zvýšení bude o 25, nebo 50 bazických bodů.

HN: Čili jste přesvědčen, že by letos mohlo dojít ještě k jednomu nebo dvěma zvýšením klíčové sazby?

Ono by to bylo moje přesvědčení i bez krize na Ukrajině. A zatím pro mne Ukrajina sama o sobě na tomto pohledu příliš nemění. Bude teď důležité udržet víru veřejnosti v to, že vzednutí inflace je jen dočasné.

HN: Když se tedy zeptám přímo: vy teď v rozhodování budete upřednostňovat pohled na inflaci před obavou o zásah do ekonomického růstu?

Dokud tu máme desetiprocentní inflaci, nemohu dělat nic jiného. Ale neznamená to, že se sazbami půjdeme ještě brutálně nahoru, protože jsme už velkou část té cesty urazili. Teď se ukazuje, že bylo správné jít se sazbami rychle nahoru, a naše pozice je komfortnější než pozice řady jiných centrálních bank.

HN: Například ECB...

ECB se dosud mohla uklidňovat tím, že inflace byla právě o cenách energií a jádrová inflace je stále pod kontrolou. Na rozdíl od nás. Ale teze dočasnosti a toho, že se tento šok nebude dál propisovat do ekonomiky, dostává další trhlínu. Nechtěl bych být v jejich situaci. Budou muset minimálně zvažovat, zda neurychlit ukončování nákupů aktiv.

HN: Původně prognóza ČNB předpokládala, že někdy ke konci letošního roku by repo sazba mohla být opět snížena. Je tato vyhlídka už nepravděpodobná?

Ta pravděpodobnost se nepochybně snižuje. Je to jednak kvůli cenám ropy a možným dopadům do nadále zjitřených inflačních očekávání. Druhý faktor je kurz koruny. Naše prognóza byla podmíněna tím, že koruna posílí ke 24 za euro, momentálně jsme spíš u 25. To je opět dodatečný inflační faktor a uvolnění měnových podmínek. Kurz je ale rychle se měnící veličina a může se v druhé půlce roku zase vrátit na silnější hodnoty.

HN: Kdyby došlo k úplnému odpojení Ruska od systému SWIFT, ne jen odpojení několika bank, znamenalo by to asi úplné odstavení Česka od ruského plynu... Jak moc by to situaci zkomplikovalo?

Bylo by to nepochybně něco, co by bolelo i nás. To už bychom se bavili nejen o dopadech na tuzemskou ekonomiku prostřednictvím cen plynu, ale i o nedostatku a omezování v průmyslové výrobě a podobně. To je princip těch nejtvrděších sankcí – že si ta jedna strana řekne, že musí tuto bolest podstoupit, jinak nebude její odstrašující efekt důvěryhodný.

HN: Mohly by sankce, včetně případného úplného odpojení Ruska od SWIFT, mít na nás i jiné dopady než jen přerušení dodávek plynu a ropy? Mohlo by to například poškodit české banky?

Toho bych se neobával. Obecně je český bankovní sektor jako celek vystaven Rusku a Ukrajině velmi málo. Souvisí to i s tím, že vzájemný obchod je velmi malý.

HN: Jaký bude tato krize mít dopad na trh práce? Dá se předpokládat, že část

Ukrajinců, kteří dosud pracovali ve výrobě a stavebnictví, byli povoláni do zbraně a z Česka odjedou. Naopak přijmeme tisíce ukrajinských žen a dětí.

Odliv pracovníků také není úplně příznivý aspekt této krize. Nepochybně úbytek nastane a krátkodobě to problém s nedostatkem pracovní síly ještě zhorší. Přejme si hlavně, aby ti muži, co tam jdou, přežili. To je v tuto chvíli asi důležitější než se zabývat tím, že nám to zkomplikuje trh práce.

Co se týče přílivu uprchlíků: měli jsme zde dlouho protiimigrační nálady, ale doufám, že vůči Ukrajincům takové postoje neuplatníme. Za sebe bych si nelámal hlavu tím, že to bude náš rozpočet krátkodobě něco stát. Dlouhodobě to vnímám spíš jako příležitost pro tuto ekonomiku. Věřím, že i vláda k tomu bude přistupovat touto optikou.

HN: V reakci na ukrajinskou krizi vydala ČNB před pár dny prohlášení, které bylo de facto verbální intervencí. Ujišťovali jste v něm trh, že v případě potřeby jste připraveni korunu podpořit prodejem eur. Je tento výklad správný?

Oslabení koruny – na to, jak je situace dramatická – je zatím logické a nejde o žádný rozvrat, spíš jde o spořádanou reakci. Považovali jsme za nutné říci, že centrální banka tady je, má obrovské devizové rezervy a v případě nějakého výplachu na devizovém trhu nemáme žádné zábrany tyto rezervy použít a situaci stabilizovat. Většinou jsme k používání devizových intervencí zdrženliví, ale teď je situace jiná i tím, že nejsme na dvouprocentní inflaci a kurzový kanál je pro nás významným faktorem pro zkrocení inflační epizody. Naše míra citlivosti na vývoj kurzu může být proto větší. Ale naše prohlášení nebylo myšleno jako signál bezprostředního vstupu na devizový trh, tak výrazný problém tam zatím nevidíme.

HN: Probíhají v bankovní radě úvahy o tom, zda by se měly devizy použít k intervencím na posílení koruny, aby se tak tlumila inflace? Spustili jste letos program odprodeje výnosů z devizových rezerv.

Záměrem odprodeje výnosů není systematicky posilovat kurz, snažíme se to dělat způsobem, který dopad na kurz minimalizuje. Minimalizuje neznamená, že dopad není žádný, ale není to primární účel. Zatím trh vstřebává naše odprodeje bez viditelných dopadů. Pokud trh najde v aktuální mimořádné situaci novou rovnováhu na úrovních, které nejsou vysloveně destabilizující, tak přímý důvod pro vstup centrální banky na trh není. Pokud by ale nastal výrazný tlak na oslabení, jsme rádi, že intervenční nástroj máme k dispozici. Samo o sobě vědomí, že máme velké devizové rezervy, může na trh působit uklidňujícím dojmem, což se i ukázalo během covidu.