

Recese, inflace a nezaměstnanost: dopady pandemie, války a hospodářské politiky státu¹

KVĚTEN 2022

JAN ŠVEJNAR

Poprvé od ekonomické recese v roce 1997 snižuje ratingová agentura Fitch výhled ratingu České republiky z neutrálního na negativní. Hlavními důvody jsou nebezpečí ekonomické recese a vysoká inflace. To by se mohlo promítnout do zhoršení fiskální situace a snížené pravděpodobnosti, že stát bude schopen řádně splácet půjčky. Má republika problém?

Světová, a tím i česká ekonomika byly v posledních letech zasaženy několika šoky. Pandemie Covid-19 přinesla globální recesi s intenzitou, která vyvolala vážné obavy, že by světová ekonomika mohla padnout do hluboké ekonomické krize. Všechny státy reagovaly silnou kontracyklickou hospodářskou politikou – rozpočtovými schodky a uvolněnou monetární politikou se základními úrokovými sazbami prakticky na nule (například v USA, Velké Británii a České republice) nebo dokonce v mírně záporných hodnotách (například v eurozóně a Švýcarsku). Většině zemí se podařilo zastavit ekonomický pokles a obnovit ekonomický růst. Před krizí na Ukrajině již v mnoha zemích HDP předstihlo předcovidovou úroveň roku 2019, v České republice bohužel ne. Kam směřujeme?

¹Text reprezentuje pouze názor autora a nikoli oficiální stanovisko Národohospodářského ústavu AV ČR, v. v. i. či Centra pro ekonomický výzkum a doktorské studium UK v Praze (CERGE). Autor děkuje Lukáši Jordánovi z CERGE-EI za asistentskou práci při přípravě. Případné zbývající chyby však jdou pouze na vrub autora. Studie byla vydána i díky podpoře Akademie věd ČR v rámci programu Strategie AV21.

Inflace, která propukla ve velkém na počátku minulého roku, byla globální a měla do značné míry nákladový charakter – přetřhané dodavatelské řetězce a vyšší ceny komodit a výrobních komponentů. Tyto zvyšující se globální ceny rychle pronikly do naší otevřené ekonomiky. Bylo překvapující, že ČNB téměř okamžitě začala ohlašovat záměr zvyšovat úrokové sazby a agresivně tento záměr uskutečňovat – a to až do takové míry, že během deseti měsíců zvýšila základní repo sazbu z 0,25 % na 5,75 %. Přitom importovanou inflaci ČNB neumí zastavit – nemůže ovlivnit světové ceny komodit, jako je ropa, plyn, kovy, dřevo či bavlna, nebo zlepšit globální dopravu. Z tohoto důvodu minulý rok důležité centrální banky – ECB, FED, Bank of England, Bank of Japan, Švýcarská národní banka – situaci pečlivě analyzovaly a nespěchaly se zvyšováním úrokových sazeb. Byly si plně vědomy, že zvýšením sazeb mohou ohrozit stále ještě křehký ekonomický růst či dokonce způsobit ekonomickou recesi. Uklidňovaly inflační očekávání tím, že poukazyvaly na potenciálně dočasný charakter inflace a své odhodlání situaci analyzovat a popřípadě úrokové sazby zvyšovat. Nyní, po více než jednom roce, má Švýcarská národní banka úrokovou sazbu stále na -0,75 %, ECB na nule, FED ji právě zvýšil na 0,75-1 % a Bank of England na 1 % – tedy hluboko pod 5,75 %. V případě postupující inflace jsou všechny tyto a další banky připraveny postupovat obezřetně s dalším zvyšováním.² Proč vidíme takový rozdíl v přístupu ČNB oproti důležitým centrálním bankám a co to může pro nás a ostatní znamenat?

Vývoj inflace, ať už celkové nebo jádrové (očistěné od vlivu cen energií a potravin), ukazuje, že Česká republika má od podzimu 2021 jednu z nejvyšších inflací v Evropě. Jádrová inflace, nejpřesnější ukazatel toho, co se děje interně v každé zemi, je u nás v březnu 2022 meziročně dokonce úplně nejvyšší v Evropě – dosahuje 9,7 %, zatímco v eurozóně je v průměru na 2,9 % (Slovensko je na 6,9 % a Slovinsko na 4,7 %).³

Je zajímavé, že zrychlení jádrové inflace v ČR oproti většině evropských zemí nastává na podzim 2021, tj. přesně v období, kdy se ČNB snaží agresivním zvyšováním úrokových sazeb snížit inflační očekávání a růst cen. Jak vysvětlit tento neočekávaný a v čase

² Pro kompletnost je třeba dodat, že některé centrální banky ve střední a východní Evropě částečně následovaly ČNB a do určité míry též zvýšily úrokové sazby. ECB a FED též oznámily ukončení kvantitativního uvolňování.

³ V některých zemích se celková a jádrová inflace velmi liší. Nizozemsko například mělo následkem nárůstu cen energií v březnu 2022 čtvrtou nejvyšší celkovou inflaci v EU (11,7 %), ale poměrně nízkou jádrovou inflaci (3,0 %).

poměrně přesný vztah mezi agresivní snahou ČNB snížit inflaci a rychlým nárůstem jádrové inflace oproti zemím, kde tato intervence není?

Jeden faktor, který vychází přímo z ekonomické teorie a empirických studií, je zvýšení ceny kapitálu (dražší financování na základě vyšších úrokových sazeb), které se podniky přirozeně snaží převést do vyšších cen a zároveň mnohé snižují rozsah výroby (tzv. efekt rozsahu). Tohoto inflačního efektu a efektu snížené výroby se právě obávají výše zmíněné centrální banky, které nezvyšují úrokové sazby, nebo je zvyšují jen pomalu a mírně.

Druhý vysvětlující faktor se nabízí v podobě tvorby očekávání. Minulý měsíc jsem s kolegy na Kolumbijské univerzitě v New Yorku organizoval každoroční kulatý stůl bankéřů z „emerging market economies” (rychle rostoucích rozvojových ekonomik) Latinské Ameriky, Izraele, střední a východní Evropy, Asie a Afriky. Jedním z důležitých bodů tohoto jednání byl rozdíl v tvorbě inflačních očekávání v „emerging market economies” a ve vyspělých ekonomikách. Ve vyspělých ekonomikách existuje podstatná ekonomická gramotnost a též určitá důvěra v postup centrálních bank. V těchto zemích signály centrální banky, že bude inflaci pečlivě analyzovat a rozumně s ní bojovat, normálně uklidňují inflační očekávání. V „emerging market economies”, kde neexistuje velká ekonomická gramotnost, jsou asertivní výroky a agresivní zvyšování úrokových sazeb centrální bankou spíše signál firmám a obyvatelstvu, že se blíží vlna inflace a je žádoucí se chránit. V České republice neučíme ekonomii na druhém a třetím stupni škol, takže naše obyvatelstvo v průměru nemá velkou ekonomickou gramotnost. Je tudíž pravděpodobné, že od podzimu minulého roku mnozí lidé postupně reagovali na rétoriku a úrokovou politiku ČNB zvýšením inflačních očekávání. Tato zvýšená očekávání se de facto splnila.

Při analýze vývoje inflace je též důležité si uvědomit, že podniky ve své roli investorů a výrobců jednají v silně zvýšené nejistotě. Totéž platí o lidech v roli spotřebitelů a střadatelů. Ekonomické prognózy a předpovědi zároveň ztrácí kvůli externím šokům a strukturálním změnám svoji obvyklou výpovědní hodnotu. V této zvýšené informační nejistotě je pravděpodobné, že se podniky snaží zvýšit ceny více, než by činily s nižšími inflačními očekáváními.

Většina státních činitelů, analytiků a komentátorů též poukazuje na tzv. “přehřátý” trh práce jako na jeden zdroj naší vyšší inflace. V této argumentaci používají jako důkaz nízkou míru nezaměstnanosti, nyní 3,2 %. Tento argument nedává smysl. Trh práce, stejně jako každý jiný trh, se musí posuzovat nejenom kvantitou (množstvím lidí, kteří pracují nebo jsou nezaměstnaní či jsou úplně mimo pracovní trh), ale též cenou (úrovní a vývojem mezd a platů). V USA je například pracovní trh nyní “přehřátý” v tom smyslu, že je nízká nezaměstnanost a s velkou poptávkou po zaměstnancích mzdy rychle rostou – rychle, ale ne tak rychle, aby ihned nastala rovnováha mezi poptávkou a nabídkou. Než tato rovnováha nastane, trvá doba “přehřátí”. U nás toto nevidíme – máme nízkou nezaměstnanost (což máme v porovnání s EU zeměmi pořád), ale od počátku minulého roku reálné mzdy, měřené mezičtvrtletně, klesají. Nemáme tudíž “přehřátý” trh práce ve smyslu, že od počátku minulého roku reálné mzdy rychle rostou, nýbrž situaci, kdy podniky by rády měly víc zaměstnanců za poměrně nízké mzdy. To je pochopitelné, protože s nízkými mzdami mají vyšší zisky. Ale neznamená to, že je “přehřátý” trh. Normální trh vyrovná “přehřátost” tím, že se zvýší cena (mzda) na úroveň, kde je poptávka přibližně stejná jako nabídka. A zaměstnavatelé to dobře vědí – ti, kteří dostatečně zvyšují mzdy a nejsou geograficky izolovaní, mají potřebný počet zaměstnanců. Mnozí se však snaží udržet větší zisky tím, že při daných mzdách volají po větší nabídce pracovních sil. Zde si připomeňme důležitý princip z ekonomie práce: *firmy mohou mít větší zisk, když drží nízké mzdy, i když přitom nemají dostatek pracovních sil*. Intuitivně se jedná o jev, kdy zvyšováním mzdy by firma byla schopná zvýšit počet zaměstnanců, a tudíž i výrobu, ale zvýšení pracovních nákladů by bylo rychlejší než zvýšení tržeb a zisk by byl tudíž menší. V tomto případě je nedostatek pracovních sil výsledkem chování firem za účelem maximalizace zisku. Toto je velmi relevantní pro tvorbu hospodářské politiky v zemi, která po třetině století od znovuzavedení tržní ekonomiky má stále ještě mzdy v průměru pouze na 30–50 % mezd v Německu a Rakousku (před a po druhé světové válce byly mzdy přibližně stejné) a většinu ostatních cen má již srovnatelnou se zahraničím.

Závěr:

Co z těchto poznatků vyplývá pro Českou republiku? Většina naší inflace přišla ze zahraniční provenience a tato inflace se nesníží, dokud tyto zahraniční vlivy nepominou. Navíc sledujeme, jak od podzimu minulého roku stát není schopen zmírnit

prudký narůst jádrové inflace (inflace očištěné od cen energií a potravin), která je na jaře 2022 nejvyšší v Evropě. Reálné mzdy klesají a nejsou tudíž zdrojem inflace, naopak umirňují pravděpodobnost inflační spirály, ovšem snížením životní úrovně lidí. Agresivní zvyšování úrokových sazeb je jedním z pravděpodobných vysvětlení rychlého růstu jádrové inflace tím, že (a) firmy se snaží přenést tyto vyšší kapitálové náklady spolu s dalšími náklady do svých cen a (b) zkušenosti z „emerging market economies“ naznačují, že v situaci nedostatečné ekonomické gramotnosti lidé reagují na rétoriku centrální banky a následné agresivní zvyšování úrokových sazeb vyšším, a ne nižším očekáváním inflace.

Prudké zvyšování úrokových sazeb má nejenom cenové dopady, ale též dopady do reálné ekonomiky, protože podstatně znevýhodňuje naše podniky a živnostníky vůči zahraniční konkurenci. Firmy reagují na zvyšování kapitálových nákladů a s tím spojeným snížením konkurenceschopnosti snižováním rozsahu výroby, a to buď částečným, nebo úplným ukončením činnosti. Na národní úrovni se toto projevuje snížením tempa růstu HDP a v horším případě ekonomickou recesí v době, kdy jsme se ještě nevzpamatovali z recese způsobené covidem. Ratingová společnost Fitch poukazuje na tato nebezpečí, když snižuje výhled ratingu České republiky z neutrálního na negativní.

Text vyšel v týdeníku Echo 19. května 2022.