

České zkušenosti s deflací[#]

*Jitka Koderová**

Úvod

Na podzim roku 2012 po snížení úrokových sazeb České národní banky na tzv. technickou nulu rozhodla bankovní rada o možném využití devizových intervencí jako nástroje pro omezení rizika deflace a urychlení návratu do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat svůj standardní nástroj, tj. úrokové sazby. 7. listopadu 2013 bankovní rada schválila zahájení devizových intervencí s cílem udržovat kurz na úrovni kolem 27 CZK/EUR. Toto opatření vyvolalo řadu námitek a vedlo mimo jiné také k připomenutí skutečnosti, že nejenže neexistuje jednoznačná shoda, pokud jde o vymezení vlastního pojmu deflace, ale že panují i odlišné názory na její důsledky pro vývoj ekonomiky.

Předložený příspěvek si klade za cíl načrtnout základní přístupy k deflaci a v kontextu historického vývoje připomenout nejvýznamnější deflační epizody v československých resp. českých hospodářských dějinách. Při vědomí problematické průkaznosti historických dat (Revenda, 2011, s. 47 a násl.) se pokusíme ukázat, za jakých okolností je možné považovat deflaci za jev, který není spojen s negativními důsledky pro ekonomiku, či naopak může přinést závažné komplikace. Současně je třeba uvést, že se nepodařilo nalézt argumenty v tom smyslu, že by deflace sama o sobě mohla přinést z krátkodobého hlediska jakýkoliv významnější impuls pro hospodářský růst.

Deflace patří k tématům, kterým je v odborné literatuře – nejen domácí, ale i zahraniční – věnována pozornost v závislosti na intenzitě jejich výskytu. Jako problém, který nelze opominout, se nejdříve objevila v rámci diskusí o nastavení hospodářské politiky v řadě zemí ve 20. letech minulého století, a to dokonce i v tehdejší Japonsku. Hojně diskutována byla zejména v návaznosti na světovou hospodářskou krizi z přelomu 20. a 30. let minulého století. V souvislosti s vývojem po druhé světové válce, a zejména pak se stagflací z poloviny 70. let se však zdálo, že možnost jejího návratu do popředí zájmu ekonomů je do značné míry zažehnána.

To se projevilo i v přístupu k jejímu výkladu ve většině domácích i zahraničních učebnic, který měl nezdědka podobu vymezení deflace jako jevu opačného k inflaci, o níž bylo na rozdíl od deflace pojednáno mnohem podrobněji a v nesrovnatelně širším kontextu. Jako ilustraci, v žádném případě však nikoliv ve smyslu výtky, můžeme použít učebnici makroekonomie, která patří k základní literatuře pro pokročilý kurz na VŠE v Praze. „Inflace je definována jako všeobecný růst cenové hladiny a s ním spojený pokles kupní síly peněz. Opakem je deflace (pokles cenové hladiny).“ (Soukup – Dobrylovský – Neset – Pavelka – Pošta, 2007, s. 33). Inflaci je následně věnována celá samostatná kapitola (tamtéž, s. 302-337). I když značnou část výkladu týkající se měření inflace lze implicitně vztáhnout i k deflaci, je celý výklad zaměřen výlučně na inflaci.

Přelom tisíciletí však přinesl změnu. Některé země zaznamenaly deflaci, v jiných došlo k natolik výraznému poklesu inflace, že nastoupily obavy z deflačního vývoje. To se nemohlo obejít bez zvýšení zájmu o deflaci a její účinky. Stranou tohoto trendu nezůstala ani česká

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE, který je realizován v rámci Institucionální podpory VŠE IP 100040.

^{*} Doc. Ing. Jitka Koderová, CSc. – docentka; Katedra měnové teorie a politiky, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <koderova@vse.cz>.

ekonomika, ani česká ekonomická teorie. Ještě silnějším impulzem bylo výše zmíněné vyhlášení devizových intervencí ČNB v listopadu uplynulého roku. Diskuse k tomuto opatření nabrala několik směrů, a to od nejzávažnějších výtek týkajících se vhodnosti devizových intervencí v situaci, kdy má česká ekonomika dlouhodobé problémy s vnější nerovnováhou, přes problematiku jejich potenciálního vlivu na ekonomiku až k otázce nebezpečnosti deflace pro hospodářský vývoj.

Předložený příspěvek chce ukázat, že historické podoby deflace, kterými československá resp. česká ekonomika prošla, poskytují naší centrální bance, i přes odlišné podmínky, v nichž v současné době operuje, dosti podstatný důvod, proč se obávat deflace. První část je věnována vymezení pojmu deflace. Druhá část připomene deflaci z 20. let dvacátého století s důrazem na její průběh v tehdejší Československu. V návaznosti na ni se třetí část zaměřuje na deflaci spojenou se světovou hospodářskou krizí z přelomu 20. a 30. let minulého století. V závěrečné části je zmíněna deflace z přelomu tisíciletí a následně jsou stručně nastíněny možné komplikace, které může přinést deflace do provádění měnové politiky.

Definice deflace

V současné ekonomické literatuře se můžeme setkat se dvěma vymezeními deflace. První z nich ji spojuje s poklesem cenové hladiny měřené cenovým indexem do záporných hodnot. Snadno nahlédneme, že jde o proces provázený růstem kupní síly peněz. Nejde však o jednorázový pokles, ale o pokles trvající delší dobu. K ilustraci zvolme definici obsaženou ve studii Mezinárodního měnového fondu, která byla příspěvkem do diskuse vyvolané deflací na přelomu tisíciletí. Deflace je zde definována jako „pokles agregátních cen jako je index spotřebitelských cen či deflátor HDP,“ přičemž pokles by měl trvat déle než dvě po sobě jdoucí čtvrtletí a zvolený cenový index by měl zahrnovat všechny významné ceny v dané ekonomice (Rogoff aj., 2003, s. 6).

S alternativním pojetím se můžeme setkat u stoupců rakouské školy, kteří deflaci spojují výlučně s nedostatečným množstvím peněz v oběhu. Je tomu tak proto, že odmítají její vykazování na základě poklesu cenové hladiny měřené cenovými indexy. Podle jejich názoru jde o uměle vytvořené abstrakce, které nejsou schopny postihnout vnímání pohybu cen jednotlivými hospodářskými subjekty. Nejčastěji používaný index spotřebitelských cen, vycházející z průměrného fixního koše sestavovaného na základě údajů o výdajích reprezentativních domácností, není podle nich schopen přesně zobrazit konkrétní spotřební vzorek kterékoliv z nich. Navíc zdůrazňují existenci tzv. substitučního zkreslení, podle něž spotřebitelé reagují na změny relativních cen změnou struktury spotřeby, takže jejich životní náklady mohou růst méně, než naznačuje změna cen na zafixovaném spotřebním koši.

Nevhodnost používání cenových indexů a jejich neslučitelnost s metodologickými východisky rakouské ekonomie zdůvodnil ve své práci *Teorie peněz a úvěru* Ludwig von Mises, jehož učení se stalo teoretickým východiskem většiny příslušníků navazujících generací rakouské školy. Pro deflaci zvolil jako synonyma také pojmy restrikce či kontrakce a definoval ji jako „snížení množství peněz (v širším smyslu), které není vykompenzováno odpovídajícím snížením poptávky po penězích (v širším smyslu), čímž musí dojít ke vzrůstu kupní síly peněz“ (Mises, 1981, s. 272).

Problémy s používáním fixních košů k měření inflace resp. deflace, které jsou kromě výše uvedeného substitučního efektu spojeny s praktickými změnami jejich struktury v čase a s tzv. inovačním, kvalitativním či prodejním zkreslením, ostatně uznává valná většina současných ekonomů. Známa Boskinova komise např. odhadla, že metodika výpočtu indexu spotřebitelských cen (CPI) používaná státní administrativou USA měla, jednak kvůli problematické metodice pro výpočet CPI, jednak v důsledku výše uvedených zkreslení v 80. a v první polovině 90. let

za následek každoroční nadhodnocení oficiálně vykazované inflace zhruba o 1 až 2 procentní body (Boskin – Dulberger – Gordon – Griliches – Jorgenson, 1996). V souvislosti se zprávou komise došlo sice k přepracování používané metodiky výpočtu, nadhodnocení se však nepodařilo zcela eliminovat a je následně odhadováno na 0,5 až 1 procento za rok (Rogof aj., 2003, s. 7).

I přesto, že tyto závěry nejsou přijímány zcela jednoznačně, a přes další výhrady, které se týkají skutečnosti, že do indexu spotřebitelských cen nejsou zpravidla započítávány ceny aktiv, jež mohou svými pohyby ovlivňovat agregátní výdaje a přes ně i cenovou hladinu, existuje v rámci hlavního proudu shoda v tom smyslu, že definice spojená se snahou o měření deflace, byť nemusí být stoprocentně spolehlivá, je operativnější a lépe uchopitelná než definice pracující výlučně se změnami množství peněz.

Nedostatečná nabídka peněz mající za následek deflaci může být důsledkem dvou základních situací. První z nich nastává v případě, kdy při růstu množství zboží, které má být realizováno, nedochází k adekvátnímu růstu peněžní nabídky. V této souvislosti se hovoří o pozitivním nabídkovém šoku, který bývá spojován s technologickými inovacemi vedoucími k výraznému růstu produktivity práce. Pokles výrobních nákladů totiž může v těchto případech nejen kompenzovat cenový pokles, ale může být i zdrojem rostoucích zisků a jimi vyvolaného následného růstu produkce.

Druhá situace je spojena s poklesem poptávky po zboží a službách a je označována jako negativní poptávkový šok. V učení hlavního proudu je zpravidla spojována s nadměrně restriktivní měnovou či fiskální politikou, se značným a déle trvajícím poklesem cen aktiv, s domácí recesí či s recesí a deflačním vývojem v zemích hlavních obchodních partnerů. V souvislosti s dělením deflace na deflaci způsobenou pozitivním nabídkovým šokem a na deflaci vyvolanou negativním poptávkovým šokem se někdy hovoří o „dobré“ a „špatné“ deflaci (Bordo – Landon Lane – Redish, 2004). Stranou ponecháváme termín „hrozná“ resp. „strašná“ deflace (anglicky „ugly“), kterou uvedení autoři spojují se světovou hospodářskou krizí z přelomu 20. a 30. let.

K tomu, aby byly zachovány pozitivní rysy „dobré“ deflace, většinou spojované s nabídkovým šokem, a aby nevyústila do hospodářské recese, by však mělo být splněno několik podmínek. Kromě požadavku na relativně nízkou inflaci ve výchozím období, aby přechod do deflační situace nebyl spojen s příliš prudkým cenovým výkyvem, by měl být splněn požadavek na pružnost nominálních mezd, nebo by měl být růst produktivity práce minimálně takový, aby pokryl zvýšené náklady spojené s růstem reálných mezd a současně také reálných úrokových sazeb.

Protože v deflaci nedochází k rovnoměrnému poklesu cen napříč všemi odvětvími, nemělo by dojít ke změnám relativních cen v takovém rozsahu, aby vyvolaly tlaky na přeměnu struktury ekonomiky vedoucí k výraznému růstu nezaměstnanosti, což by mohlo způsobit přelítí do negativního poptávkového šoku. Pokud dojde k tomu, že v důsledku aplikace restriktivní měnové politiky, nebo nedostatku podkladového aktiva pro krytí nově emitovaných peněz není možný odpovídající růst množství peněz, může podle stoupenců učení hlavního proudu i pozitivní nabídkový šok vyústit do hospodářské recese.

To však neplatí pro hodnocení deflace prizmatem příslušníků rakouské školy. Řečeno slovy F. A. Hayeka: „Pokud se bude nepřetržitě měnit množství peněz v oběhu, nemůžeme se zbavit hospodářských výkyvů. Obzvláště platí, že každá měnová politika, která si klade za cíl stabilizovat hodnotu peněz, a proto se při každém nárůstu výroby uchyluje k nárůstu jejich nabídky, musí způsobovat přesně ty výkyvy hospodářství, kterým chce zabránit.“ (Hayek, 1969, s. 262-3). Při deflaci budou nově vzniklé ceny „přesně odrážet intenzitu preferencí účastníků trhu a relativní vzácnost zdrojů. V hospodářství nebude z tohoto důvodu docházet

k plýtvání, což bude vytvářet vhodné prostředí pro další rozvoj. Jelikož tedy existuje možnost racionální ekonomické kalkulace ..., neexistuje důvod, proč by se hospodářství nemělo rozvíjet. Naopak.“ (Šíma, 2002, s. 542)

Jediným problematickým typem deflace je podle rakouských ekonomů tzv. konfiskační deflace, která je zásahem do fungování trhů a je vyvolána snahou státu stahovat peníze z oběhu (Rothbard, 2006, s. 250-254). Použijeme-li výše zmíněné dělení na „dobrou“ a „špatnou“ deflací, je podle nich konfiskační deflace jediným typem „špatné“ deflace. Ekonomové hlavního proudu hovoří o „špatné“ deflací v případě, že převládnu negativní jevy spojené s asymetrií vývoje cen, mezd a kapitálových toků a s redistribučními efekty. Jejich zevrubný výklad podává Revenda (2004, s. 337-341), proto zde pouze stručně připomeneme ty, které jsou považovány za stěžejní.

Na jednom z předních míst figurují obavy ze vzniku deflační spirály, která by mohla být odstartována v okamžiku, kdy hospodářské subjekty zahrnou pokles cen do svých očekávání a v souvislosti s tím začnou odkládat současnou spotřebu do budoucnosti. Následný pokles poptávky vede k dalšímu poklesu cen a k růstu reálných mezd, který je spojen s tlakem na pokles nominálních mezd resp. s omezováním zaměstnanosti, což může mít za následek další pokles poptávky.

V situaci rigidity nominálních mezd dochází k přerozdělování bohatství od zaměstnavatelů, kterým rostou náklady, k zaměstnancům. Jsou-li nominální mzdy strnulé pouze v některých odvětvích, dochází ke zvyšování příjmové disproporce a k odlišnému vývoji nákladů mezi jednotlivými odvětvími a případně také mezi odborově organizovanými a odborově neorganizovanými zaměstnanci. Snadno nahlédneme, že výše redistribučních nákladů se bude odvíjet nejen od toho, to jaké míry je deflace očekávána, ale i od schopnosti jednotlivých hospodářských subjektů zapracovat ji do budoucích kontraktů.

Další formou redistribučního efektu je přesun bohatství mezi dlužníky, kterým roste reálná hodnota jejich budoucích splatných závazků, a věřiteli. K růstu bohatství věřitelů způsobenému deflací ale dochází pouze v situaci, kdy jsou dlužníci schopni dostát svým splatným závazkům. Zpravidla však dochází k hromadnému defaultu úvěrů a ke ztrátám nejen v podnikových, ale následně i v bankovních bilancích. Bilanční ztráty jsou spojeny se snahami o omezování úvěrových aktivit, které mohou vyústit až do „zadření úvěrů“ známého jako credit crunch. Jde o tzv. dluhovou deflací, kterou popsal již I. Fisher (1933) v souvislosti se světovou hospodářskou krizí z přelomu 20. a 30. let minulého století. Na druhé straně může docházet k odkládání investičních akcí a k omezování čerpání úvěrů v souvislosti s růstem reálných úrokových sazeb a s poklesem reálných hodnot potenciálních zástav.

Deflace ve 20. letech XX. století

Po 1. světové válce byla většina zemí tehdejšího vyspělého světa konfrontována s problémem zastavit inflační růst množství peněz v oběhu a uspořádat válkou rozvrácené měnové poměry. Tyto snahy byly spojovány s představou o nezbytnosti návratu ke zlatému standardu, byť v řadě případů v jeho modifikované podobě, až již zlatého slitku či zlaté devizy, většinou na úrovni předválečných zlatých parit. Nezbytnou podmínkou k jejich dosažení byla restriktivní měnová politika, kterou uplatňovala většina zemí, takže pro období 1919-1921 byl charakteristický deflační vývoj spojený s poklesem produktu.

Nově vzniklé Československo muselo řešit otázku vytvoření vlastní měny v nepříliš příznivých podmínkách. Peněžní oběh pro všechny nástupnické státy totiž spravovala rakousko-uherská centrální banka, která i nadále pokračovala v inflační emisi peněz poskytováním úvěrů rakouské a maďarské vládě. F. Vencovský uvádí, že lombardované úvěry

vzrostly za pouhé 4 měsíce od vzniku Československé republiky (od 26. 10. 1918 do 28. 2. 1919) více než dvojnásobně, a to ze 4 095 mil. na 9 319 mil. K (2003, s. 19).

Zatímco na počátku války byly v oběhu bankovky za 2,3 mld. korun, k 26. říjnu 1918 to bylo již 30,7 mld. a v únoru 1919 dokonce 37,6 mld. Vezmeme-li v úvahu také žirové účty, potom za pouhé 4 měsíce od vzniku Československé republiky do konce února 1919 vzrostlo množství peněz z 36,5 mld. na 51,9 mld., tedy o 42 %, přičemž jenom na Československo připadlo 10 mld., což bylo 64,9 % celkového přírůstku (Průcha aj., 2004, s. 59). A tak bylo třeba vyřešit několik problémů. V první řadě bylo nezbytné provést odluku československého měnového systému od systému ostatních nástupnických zemí, dát vzniknout nové československé měně a zasadit se o zastavení probíhající inflace

Prvním nutným krokem byla měnová odluka, která byla spojena s měnovou reformou zaměřenou na stahování inflačních peněz z oběhu. Její první část probíhala v rámci kolkování bankovek a v konečné fázi vyústila ve stažení 34,7 % bankovek v oběhu, a to na základě jejich výměny za jednocentní nezczitelné vládní dluhopisy (Vencovský, 2003, s. 30). Vezmeme-li však v úvahu, že byly v oběhu ponechány mince a drobné papírové peníze a že byly poskytnuty určité úlevy při kolkování malých částek, dospějeme k údaji o zablokování pouhých 29 % zjištěného peněžního oběhu (Průcha aj., 2004, s. 60-61). Druhá část reformy měla podobu dávky z majetku a dávky z přírůstku na majetku. Dávky se začaly vybírat koncem roku 1921 a do roku 1927 vynesly celkem 6,231 mld. korun, což byla necelá polovina původně předpokládané částky (Průcha aj., 2004, s. 61).

I když se mělo za to, že oba kroky vytvoří značný deflační tlak na cenovou hladinu, k jejímu poklesu v prvních třech letech po skončení války nedošlo. Ve skutečnosti vzrostlo množství státovek, které tehdy představovaly rozhodující složku peněžního oběhu, ze 4 723 mil. v roce 1919 na 11 289 mil. Kč v roce 1921 a na 12 130 mil. v roce 1922 (FSÚ, 1985, s. 832). Muselo tedy docházet k porušování zákonem stanovené restrikce ze strany samotného Bankovního úřadu ministerstva financí, když lombardoval pokladniční poukázky od obchodních bank (Doležalová, 2004, s. 174-175)

K nejzávažnějším příčinám patřil deficit státního rozpočtu, který v roce 1921 dosáhl 2,1 mld. korun oproti 802 mil. v předchozím roce (Statistická příručka republiky Československé 4, s. 436), který byl mimo jiné také důsledkem vpádu vojsk Maďarské republiky rad na Slovensko a na Podkarpatskou Rus, s ním spojenou mobilizací a následnou likvidací způsobených škod. Svou úlohu sehrálo také prudké znehodnocení koruny v průběhu roku 1919. Její značné volatilitě na tehdejších centru devizových trhů v Curychu, která byla způsobena nedůvěrou v nově vzniklou měnu, nebylo možno čelit intervencemi kvůli nedostatečným zlatým a devizovým rezervám.

Přestože měnová reforma nesplnila očekávání, pokud jde o upevnění měny, přispěla bezesporu ke zmírnění inflačních tlaků, a to zejména ve srovnání se silnou inflací probíhající v sousedních zemích. U nás však nadále přetrvávalo přesvědčení, že je třeba inflační tlaky potlačovat. Pevná měna byla považována nejen za základ pro úspěšné rozvíjení hospodářství, ale i za prostředek k získání důvěryhodného postavení v mezinárodních vztazích.

V tomto panovala shoda, lišily se však názory na to, zda jít cestou stabilizace či zvyšování kupní síly koruny. První ministr financí a autor měnové reformy Alois Rašín spolu se svými stoupenci doporučoval pokračovat v úsilí o zvyšování kupní síly koruny, zatímco Karel Engliš, který byl v době od května 1920 do března 1921 v pořadí čtvrtým československým ministrem financí, se zasazoval spíše o stabilizaci koruny na úrovni kolem 0,10 švýcarského franku, což zhruba odpovídalo paritě kupní síly. Englišovi nástupci v ministerské funkci Augustin Novák a Alois Rašín však prosadili cestu postupného zhodnocování koruny.

A tak zatímco v okolních zemích gradovala inflace, nastoupilo Československo na sklonku roku 1921 cestu deflační politiky. Zhodnocování koruny na zahraničních trzích napomohla vedle devizových intervencí, které prováděl Bankovní úřad ministerstva financí, také zahraniční spekulace, která v důvěře v úspěch nastoupené cesty československé měny preferovala její držbu před měnami, u nichž se v budoucnosti očekávala v nejlepším případě stabilizace.

Při vyloučení krátkodobých extrémů se československá koruna mezi lety 1921-1923 zhodnotila téměř na dvojnásobek, a to z 0,07 až 0,08 na 0,16 až 0,17 švýcarského franku za 1 Kč (Průcha aj., 2004, s. 146). To se projevilo i v postavení koruny na světových trzích. V. Průcha uvádí, že zatímco byl na burze v Curychu v době měnové odluky kurz rakouské koruny jen o málo slabší než kurz české koruny, „koncem roku 1921 byla již Kč oceňována 40krát výše a koncem roku 1922 dokonce 2216krát výše než rakouská koruna“ (2004, s. 63).

Index spotřebitelských cen poklesl z hodnoty 1674 v roce 1921 na hodnoty 976 a 968 v následujících dvou letech, proti základu 100 z června 1914 (Vencovský, 2003, s. 47). I když není sporu o tom, že deflační politika přispěla k posílení mezinárodní důvěry jak k československé měně, tak i k celé ekonomice, „cena“, která za to byla zaplácena, byla značná. Ponecháme-li stranou drahé zahraniční úvěry přijaté v roce 1922 s úrokem 8 % (3,3 mil. britských liber a 14 mil. USD při sjednaném úvěrovém rámci 10 mil. liber a 50 mil. dolarů), bylo to především přerušování krátkého oživení z roku 1921 nástupem hospodářské krize, která dosáhla svého dna v prvním čtvrtletí roku 1923.

Po té následovalo oživení, takže průměrná data za rok 1923 budou vyznívat poněkud optimističtější, než by tomu bylo ve srovnání s počátkem roku. Při uznání problémů s výpočtem HDP, který se v té době nevykazoval, a všechny údaje byly propočítány později, se uvádí jeho pokles (ve stálých cenách roku 1929) ze 47,1 mld. korun v roce 1921 na 45,8 mld. v roce 1922 a následný vzestup průměru za rok 1923 na 47,9 mld. (Mitchell, 1976, s. 356). Tomu odpovídal i vývoj nezaměstnanosti, která v ročních průměrech v uvedených letech vzrostla z 90 660 na 195 115 a 268 950 osob, přičemž v lednu 1923 dosáhla 441 075 osob (SÚS, 1932, s. 320, vlastní výpočet průměrů).

To se odrazilo v poklesu kurzů akcií a dluhopisů, v bankrotech řady podniků a bank a v krizi bankovního sektoru. Do problémů se dostaly i státní finance, rozpočtové schodky překonaly úroveň z roku 1921 a dosáhly výše 3,1 a 2,9 mld. korun v následujících dvou letech. I když připustíme možné působení dalších faktorů, je třeba konstatovat, že vliv deflační politiky byl natolik silný, že lze přijmout označení proběhlé krize jako deflační. Šlo tedy o „špatnou“ deflací, což by zřejmě akceptovali i stoupenci rakouské školy. Teprve po té, co se projevily negativní důsledky udržování nadhodnoceného kurzu koruny, se podařilo prosadit, aby deflační politika byla vládou v dubnu 1925 oficiálně odvolána a aby byla nastoupena politika vnitřní i vnější stabilizace koruny.

Následující období až do vypuknutí světové hospodářské krize na přelomu 20. a 30. let bylo pro Československo obdobím hospodářské i finanční stability. HDP vykazoval rostoucí trend (s výjimkou roku 1926), totéž platilo i pro růst zaměstnanosti (Průcha aj., 2004, s. 151; Vencovský, 2003, s. 50), obchodní bilance končila s průměrným ročním přebytkem 1,7 mld. Kč a finanční účet vykazoval průměrný roční odliv kapitálu ve výši 1,2 mld. Kč (Vencovský, 2001, s. 38) Měnový kurz, který byl od roku 1923 vykazován v USD, se až do roku 1929 prakticky neměnil. Na burzách v New Yorku a v Curychu se roční průměry pohybovaly okolo 2,96 USD či 15,3 až 16,2 švýcarských franků za 100 Kč (Průcha aj., 2004, s. 192)

V tomto období došlo také ke zvýšení zlatých rezerv, které vzrostly od založení Národní banky Československé v roce 1926 do roku 1930 ze 41 na 69 tun měnového zlata (Vencovský, 2001, s. 45). To vše mělo za následek posílení pozic skupiny prosazující spojení československé

koruny se zlatem, která se pod Rašínovým vedením etablovala již na samém počátku vytváření samostatné československé měny. Došlo k němu i přes ostré diskuse s odpůrci tohoto kroku, kteří upozorňovali na skutečnost, že ke spojení koruny se zlatem dochází v době, kdy není cena zlata na světových trzích stabilní a je zjevná tendence k vzestupu, což ohrožuje stabilitu měn, které s ním jsou či budou spojeny.

I přesto, na základě opatření Stálého výboru Národního shromáždění ze 7. listopadu 1929 (č. 166/1929 Sb.), tedy několik dní nedlouho po té, co krach na newyorské burze, vyvolal nebývale hlubokou a dlouhou dobu trvající krizi světového rozsahu, byla koruna navázána na zlato. Nešlo však o přímou směnitelnost bankovek za zlato, ale o směnitelnost za zahraniční měny, jejichž prodejem bylo možné zlato získat. Proto byla Národní banka povinna provádět devizové a zlaté intervence tak, aby stanovený kurz koruny ke zlatu (1 Kč = 44,58 miligramu zlata) udržela.

Deflace a světová hospodářská krize 1929-1933

O příčinách, které světovou hospodářskou krizi z přelomu 20. a 30. let minulého století vyvolaly, se vedou diskuse dodnes. K jejich zintenzivnění přispěla globální finanční krize z let 2007-2009, na ni navazující hospodářský pokles a následné zpomalení hospodářského růstu ve většině zemí vyspělého světa. Otázkou zůstává, do jaké míry mají cyklické výkyvy, které jsou atributem vývoje kapitalistické ekonomiky, obecné příčiny a do jaké míry jsou ovlivňovány dalšími faktory, včetně institucionálních charakteristik a hospodářsko-politických opatření, které jim dodávají specifické rysy a mohou jejich průběh modifikovat, dále prohlubovat či naopak zmírňovat.

I když připustíme, že na počátku 20. let nebylo Československo jedinou zemí postiženou recesí a že ještě před jejím vypuknutím pocítilo náznaky odbytových potíží u některých exportních komodit (Průcha aj., 2004, s. 144), je třeba dát zapravdu nejen politické opozici, ale i odpůrcům deflační politiky z řad národohospodářů, především K. Engliše, J. Macka a jejich stoupenců, kteří ji označovali jako krizi deflační. Analogicky je třeba připustit, že vedle obecných příčin způsobujících cyklické kolísání, které jsou různými směry nahlíženy odlišně, hrály při spuštění světové hospodářské krize z přelomu 20. a 30. let a v jejím průběhu mimořádně důležitou úlohu specifické faktory.

Vedle institucionálního uspořádání finančních trhů a podmínek pro jejich fungování na národní i mezinárodní úrovni sehrála svou úlohu i restriktivní politika americké centrální banky spojená se snahou udržet stávající kurz USD ke zlatu na úrovni 20,67 USD za 1 troyskou unci. To jí znemožnilo vykonávat v té době tolik potřebnou funkci věřitele poslední instance, rozšiřovat nabídku peněz a nezvyšovat úrokové sazby, což mělo za následek, že v historii nikoliv první a už vůbec ne ojedinělý burzovní propad, k němuž došlo na konci října 1929, vyvolal nebývale hlubokou a dlouho trvající krizi světového formátu.

I když se zpočátku zdálo, že v Československu bude krizový propad mírný, protože ještě v roce 1930 zde doznívala investiční vlna z předchozích let, vývoj v následujících dvou letech to nepotvrdil. Růst ceny zlata se promítl do poklesu domácí cenové hladiny v ročním průměru o 5 %, takže se v roce 1934 dostala na 74 % úroveň z roku 1929 (Vencovský, 2004, s. 50). Ve stejném období se snížila průmyslová výroba o 34 % a export o 65 %, obojí ve stálých cenách. Státní rozpočet se znovu propadl do deficitů, které za období 1930-1934 činily v ročním průměru 0,56 mld. Kč (Vencovský, 2001, s. 51-52).

Ukazatel nezaměstnanosti, odvozený pouze z evidence uchazečů ve zprostředkovatelných práce, která ale nezahrnuje všechny nezaměstnané, zaznamenal růst ze 41,6 tisíce osob v roce 1929 na 677 tisíc v roce 1934. Tento růst pokračoval ještě v roce 1935, kdy dosáhl úrovně 686,3 tisíce osob (Průcha aj., 2004, s. 404). Na základě srovnání ukazatelů hospodářského a sociálního

vývoje ve 30. letech se zahraničím dospívá Průcha k závěru, že v Československu byla krize hlubší a delší než ve většině ostatních zemí. Podíl na světové průmyslové výrobě se v roce 1937 snížil oproti roku 1929 z 1,6 % na 1,3 % a podíl na světovém vývozu poklesl v roce 1938 z 1,9 % na 1,6 % oproti roku 1928. Budeme-li uvažovat pouze export do evropských zemí, pak za stejné roky došlo k poklesu ze 4,2 % na 3,6 % (Průcha aj., 2004, s. 271).

Při zkoumání příčin tak hlubokého poklesu začal postupně nabírat na síle názor, že rozhodující vliv na průběh krize měly jak faktory, které vyvolaly růst ceny zlata na světových trzích, tak i skutečnost, že euforie ze spojení koruny se zlatem vládnoucí ve vedení Národní banky Československé nebyla slučitelná s potřebou korigovat zlatý obsah koruny tak, aby nedošlo k dramatickému poklesu cenové hladiny. Přitom bylo již v té době zřejmé, že země, které se včas dokázaly zřít zlaté měny, se také dříve vymanily z krizového poklesu a zmírnily jeho propad. Pod tíhou kritiky z řad opozice, veřejnosti a zejména pak K. Engliš a J. Macka (byť z odlišných pozic), rozhodla vláda v roce 1934 o devalvaci koruny ke zlatu o 1/6. Odstoupivšího Viléma Pospíšila nahradil ve funkci guvernéra Národní banky K. Engliš. V roce 1936 došlo k další devalvaci koruny ke zlatu, a to opět o 1/6.

Návrat deflace?

V období po 2. světové válce se deflační tlaky objevily poprvé v USA v souvislosti s krátkým obdobím recese v letech 1948-1949, kdy se ceny dostaly na hranici deflačního pásma v květnu 1949 a setrvaly v něm do konce roku. 50. léta byla v řadě zemí spojena s nízkou inflací, přičemž v některých z nich (včetně USA) se ceny krátkodobě dostaly do deflačního pásma. Od druhé poloviny 60. let však ve většině zemí došlo k zesílení inflačních tlaků, které působily i v 70. letech.

Světová hospodářská recese v letech 1974-1975, která byla spojena s růstem cenových hladin, dala vzniknout novým pojmům slumpflace a stagflace, které označovaly situace, kdy byl hospodářský pokles či stagnace ekonomiky spojen s růstem cenové hladiny. Pokračující růst inflace, kterou prezident Reagan označil jako „nepřítele číslo jedna“, se dostal do popředí zájmu většiny centrálních bank. Jejich měnová politika zaměřená na boj proti inflaci se ukázala jako natolik úspěšná, že se pokles míry inflace stal od počátku 90. let téměř obecným trendem.

V některých zemích byla snaha potlačit inflaci natolik intenzivní, že byly následně konfrontovány s pohybem cenových indexů na hranici či dokonce dovnitř deflačního pásma. Prudký dezinflační šok zažila například Argentina, které se sice podařilo na základě zavedení měnového výboru k USD v roce 1991 v relativně krátké době zkrotit hyperinflaci, a to až na hodnotu blízkou nule v roce 1996 a následně až do deflačního pásma v období od počátku roku 1999 až do konce 2001. Došlo přitom k poklesu HDP o 3,4 % v roce 1999 a o 0,8 % a 4,4 % v následujících dvou letech. K nejhlubšímu poklesu HDP o 10,9 % došlo v roce 2002, a to i přes zrušení měnového výboru k 8. 1. téhož roku.

Měnová krize, která zasáhla země jihovýchodní Asie v letech 1997 a 1998, byla spojena s přelitím depreciace jejich měn do vyšší míry inflace. Tento šok však v rámci dezinflační politiky, k níž v těchto zemích docházelo, rychle odezněl a řada z nich zaznamenala v tomto období deflační vývoj. Deflační vývoj zaznamenaly i země, jejichž měny nepostihla měnová krize, zejména Hongkong, kde došlo k nejhlubšímu propadu indexu spotřebitelských cen v listopadu 1998 (-4% při průměrném ročním poklesu HDP o 5 %), přičemž v deflačním pásmu se index pohyboval až do roku 2004. Vypuknutí finanční krize znamenalo také Japonsko, které v roce 1997 zaregistrovalo první propad HDP (-1,1%) od roku 1976 a od července 1998 také vstup indexu spotřebitelských cen do deflačního pásma, v němž setrval až do roku 2005.

Diskuse o nebezpečí deflace se nevyhnuly ani České republice. Z předchozích dvou částí tohoto příspěvku je zřejmé, že v našem ekonomickém myšlení přetrvávají určité historické

reminiscence, které varují před nebezpečím deflace. K první diskusi došlo v souvislosti s hospodářským poklesem v letech 1997-1999 provázeným dezinflací. V rámci této diskuse nejostřeji vystupoval F. Vencovský, který definoval deflaci jako „zvýšení kupní síly peněžní jednotky, a to jak vnější v jejím kurzu, tak vnitřní v cenové hladině“ (Vencovský, 1999, s. 14). V souvislosti s tím upozorňoval, že ani domácí ani zahraniční subjekty neočekávají významnější poklesy cenové hladiny a že mezi únorem a květnem 1999 došlo k depreciaci koruny o 8 %. Zdůrazňoval, že v ekonomice existuje řada faktorů, které působí a mají tendenci ještě zesílit své působení na zvyšování míry inflace, jako např. růst veřejného zadlužování, použití příjmů z privatizace či z prodeje velkých bank na profinancování rozpočtových výdajů, kategorické požadavky na růst mezd, který může převýšit růst produktivity práce apod. (Vencovský, 1999, s. 14).

O čtyři roky později však situace vypadala poněkud jinak, a to jak ve světě, tak i v České republice. I v dalších zemích poklesla inflace do neobvykle nízkých hodnot a základní měnově politické úrokové sazby centrálních bank se v řadě zemí dostaly na velmi nízkou úroveň. Vedle nulové sazby v Japonsku to byla úroveň 0,2 % ve Švýcarsku, 0,5 % v Singapuru, 1-2 % na Taiwanu a v USA. Dokonce i ECB snížila svou klíčovou sazbu na 2 % (Frait, 2003, s. 2).

Nízké míry inflace a trend jejich dalšího snižování vyvolaly rozsáhlé diskuse o zvýšení rizika deflačního vývoje, které se objevilo mj. také v Německu a v ČR. V rámci MMF byla ustavena pracovní skupina, která připravila již zmíněnou studii týkající se nebezpečí deflace. Jejími autory byli M. S. Kumar, T. Baig, J. Deeressin, C. Faulkner-MacDonagh a T. Feyzioglu. Studii schválil 30. 4. 2003 její iniciátor Kenneth Rogoff, ekonomický poradce a vedoucí výzkumu Mezinárodního měnového fondu (Rogoff aj., 2003). V rámci studie byl sestaven nový indikátor rizika deflace, který byl vypočten pro 35 zemí na základě průměru 11 binárních indikátorů vztahujících se k různým ekonomickým ukazatelům, které jsou váženy na základě významu akciového trhu a poskytnutých úvěrů. Nevážená verze indexu přisoudila vysoké deflační riziko Japonsku, Hongkongu a Taiwanu, při použití vážené verze k nim přibylo ještě Německo.

Na základě zkoumání historického vývoje dospěli autoři studie k závěru, že deflace a deflační očekávání mohou vstoupit do ekonomiky bez předchozího varování a poměrně rychle a že deflace, pokud není způsobena pozitivními nabídkovými šoky, může způsobit velké ekonomické škody. Proto měla být přijata rozhodná a energická opatření, která by je pomohla co nejrychleji překonat. Vedle těch tradičních, jako snížení úrokových sazeb podél celé výnosové křivky či využívání fiskálních opatření na podporu agregátní poptávky, doporučili např. nákupy dalších tříd aktiv či rozšíření klasifikace přípustných zástav.

Diskuse o nebezpečí deflace se rozvinula i v ČR po té, co se roční index spotřebitelských cen v době od března 2003 do března následujícího roku pohyboval pod úrovní 1 % a co meziroční míra inflace klesla pod jednocentní úroveň již v červenci 2002 a setrvala zde až do října 2003. Tento vývoj nezvrátilo ani postupné snižování základní úrokové sazby ČNB, kterou je limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repooperace (dále jen reposazba), v roce 2002 v pěti krocích ze 4,75 % na počátku roku na 2,75 % k 1. listopadu.¹ Spolu s ní došlo také k poklesu dalších měnově politických sazeb ČNB, a to diskontní sazby na 1 % a lombardní sazby na 3 %.² Snižování dvoutýdenní reposazby pokračovalo následně ve třech krocích v roce 2003, a to až na dvouprocentní úroveň. Podle komentářů ČNB k vývoji inflace v uvedeném období bylo zřejmé, že nastalá situace vedení banky příliš neznepokojuje, protože byla v souvislosti s působením vnitřních a vnějších protiinflačních faktorů předpokládána, a že se

¹ Všechna data v následující části příspěvku jsou čerpána ze čtvrtletních Zpráv o inflaci (ČNB, 2003-2014).

² Změny těchto sazeb nebudou v dalším textu uváděny, pokud bude zachováno jejich tradiční rozpětí od dvoutýdenní reposazby, a to -1 procentní bod u diskontní sazby a +1procentní bod u lombardní sazby.

na základě prognóz inflace očekával postupný přechod k mírnému meziročnímu růstu cen nejpozději od druhého pololetí 2004. Proto se mělo za to, že šlo pouze o krátkodobý statistický jev, který nebyl spojen s rizikem, že by ho domácnosti a podniky zahrnuly do svých očekávání a že by mu začaly přizpůsobovat své chování (Dědek – Bárta, 2003, s. 47).

Proti této představě ostře vystoupil současný guvernér ČNB, v té době hlavní ekonom PricewaterhouseCoopers, který namítal, že v situaci, kdy začnou firmy a domácnosti očekávat deflací a přizpůsobovat tomu své chování, ztrácí centrální banka možnost využívat značnou část svých standardních měnových nástrojů. Kromě toho v souladu s výše uvedenou studií MMF zdůrazňoval, že dosavadní zkušenosti nesvědčí o příliš velké schopnosti centrálních bank předpovídat přicházející období deflace. Na základě metodiky v ní použité vypočetl riziko deflace pro Českou republiku, které se při použití neváženého indexu ukázalo jako vysoké (Singer, 2003b, s. 23). Zdůrazňoval také, že vedle faktorů, které mohou ovlivňovat vývoj směrem ke zvýšení míry inflace a které uvažuje centrální banka, jsou zde také faktory, které mohou naopak vést k dalšímu poklesu cen, a to velice potřebná fiskálně restriktivní reforma veřejných financí, možné posílení měny v důsledku předpokládaného uklidnění politické situace v Česku, splasknutí již nejspíše vytvořené bubliny na trhu s bydlením, vývoj na trhu se spotřebitelskými úvěry, již osmnáct měsíců trvající pokles cen výrobců, recese německé ekonomiky či další rozšiřování mezery mezi růstem české ekonomiky a potenciálem růstu tak, jak jej definuje ČNB (Singer, 2003a, s. 51).

I přes pokračující nízké hodnoty průměrného ročního indexu spotřebitelských cen v prvních třech měsících roku 2004 došlo v následujících měsících k jeho růstu, který vyústil do průměrné roční míry inflace ke konci roku na úrovni 2,8 %. Proto přistoupila bankovní rada k opětovnému zvýšení základní úrokové sazby, a to ve dvou krocích, vždy o 0,25 procentního bodu až na 2,5 % s platností od 27. 8. 2004. Prognóza klesající míry inflace v následujícím období však měla za následek její opětovné snižování, a to až na do té doby nejnižší úroveň 1,75 % na konci dubna 2005. V následujícím období převládal vliv proinflačních faktorů, takže se průměrná meziroční míra inflace dostala nad úroveň tolerančního pásma, což umožňovalo růst základní úrokové sazby, a to až do 8. února 2008, kdy dosáhla úrovně 3,75 %. I přes její následující snížení, v té době svou razanci v Evropě ojedinělé, ve třech krocích až na 2,25 % ke konci roku se meziroční míra inflace v posledním čtvrtletí výrazně snížila a po třinácti měsících se vrátila zpět do tolerančního pásma.

V souvislosti s prudkým zpomalením ekonomického růstu vlivem světové finanční a hospodářské krize předpokládaly inflační prognózy na následující období pokles inflace až k nulovým hodnotám, což mělo za následek snižování dvoutýdenní repo sazby postupně ve čtyřech krocích až na úroveň 1 % na konci roku 2009, při snížení diskontní sazby na 0,5 %. Tím se centrální banka dostala do situace, kdy musela pečlivě zvažovat volbu mezi snahou o potlačování protiinflačních tendencí na jedné straně a ztrátou hlavního nástroje své měnové politiky na straně druhé. Z následujících kroků ČNB je zřejmé, že jako větší nebezpečí vyhodnotila hrozbu deflace, protože i když se inflace na počátku roku 2010 nacházela jen mírně pod dolní hranicí tolerančního pásma a dalo se předpokládat, že se v nejbližších dvou letech bude pohybovat na úrovni nově stanoveného inflačního cíle 2 %, rozhodla bankovní rada na svém zasedání 6. 5. většinou hlasů o snížení dvoutýdenní reposazby na 0,75 %, přičemž diskontní sazba byla ponechána beze změny.

Na této úrovni setrvaly měnově politické sazby více než dva roky, a to do 29. 6. 2012, kdy bankovní rada těsnou většinou hlasů rozhodla o dalším snížení dvoutýdenní reposazby na 0,5 % opět při ponechání diskontní sazby na 0,25 %. K 1. 10. téhož roku došlo k dalšímu snížení reposazby na 0,25 % (při lombardní sazbě 0,75 % a diskontní sazbě 0,10 %), a to i přesto, že se celková inflace pohybovala po celou předchozí část roku nad horní hranicí tolerančního pásma

a v následujícím roce se očekával její pohyb mírně pod inflačním cílem. Podle nové prognózy z listopadu 2012 pokrývající časový horizont do konce roku 2014 se očekával v roce 2013 pohyb celkové inflace v důsledku daňových změn lehce nad cílem a v následujícím roce pak pod ním. Pohyb měnově politické inflace se po celé období očekával v dolní polovině tolerančního pásma, což bylo zřejmě hlavním důvodem pro rozhodnutí většiny členů bankovní rady o dalším snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repooperace na 0,05 %, na tzv. technickou nulu. Zároveň bylo rozhodnuto snížit lombardní sazbu na 0,25 % a diskontní sazbu 0,05 % s tím, že na této hranici budou sazby drženy v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků.

Ze Zpráv o inflaci (ČNB, 2004-2014b) a z publikovaných Rozhodnutí bankovní rady (ČNB, 2004-2014a) je zřejmé, že ani jedno z výše uvedených rozhodnutí nebylo přijato jednohlasně, takže někteří členové bankovní rady aplikaci této volby při jednotlivých hlasováních neschvalovali. V důsledku toho, že bankovní rada přestala zveřejňovat výsledky hlasování jmenovitě, není možné zjistit, zda to byli stále tíž členové, což by spíše vyhovovalo výše uvedené hypotéze, nebo zda se odpůrci dalšího snižování měnově politických úrokových sazeb v různých dílech tohoto „seriálu“ měnili. Ať je tomu jakkoliv, snížením měnově politických sazeb na technickou nulu ztratila ČNB možnost působit proti případnému setrvání inflace v dolní polovině tolerančního pásma či pod ním svým standardním nástrojem a byla odsouzena k využití některých nekonvenčních nástrojů, které jsou v této situaci doporučovány (Krugman, 1999). I když pomineme skutečnost, že se tyto nástroje setkávaly již v době jejich aplikace v Japonsku s řadou kritických výhrad, a to jak pokud jde o jejich vlastní využití, tak i pokud jde o jejich krátkodobý a zejména pak dlouhodobý efekt (Frait, 2003), jsou některé z nich pro ČNB zcela nepoužitelné. Z hlediska našich podmínek je to v první řadě podpora zvyšování likvidity bank v situaci, kdy naše banky disponují přebytkem likvidity, který byl devizovými intervencemi ještě posílen. Za přijatelnou nelze z řady důvodů považovat ani intenzivní podporu expanzivní fiskální politiky na základě nákupů vládních cenných papírů na primárním trhu, které se navíc v souvislosti s růstem volných rezerv obchodních bank mohou stát do určité míry zajímavým předmětem jejich zájmu.

Při vědomí těchto skutečností je zcela logické, že v souvislosti se snížením úrokových sazeb na technickou nulu přijala bankovní rada také rozhodnutí přerušit program prodeje části výnosů z investování devizových rezerv a guvernér ČNB se vyslovil ve smyslu možnosti využití devizových intervencí jako nástroje měnové politiky v situaci, kdy jsou měnově politické úrokové sazby na technické nule a v ekonomice převládá protiinflační tlaky. O rok později, 7. 11. 2013 ČNB skutečně vyhlásila asymetrický intervenční závazek udržovat měnový kurz české koruny minimálně na spodním limitu 27 CZK/EUR, a to nejméně do začátku roku 2015. Tento svůj krok zdůvodnila především obavami ze vzniku deflační spirály a snahou o přiblížení inflačních očekávání a inflace k inflačnímu cíli 2 %, dále pak snahou o podporu spotřeby domácího zboží a služeb a o posílení hospodářského růstu. Na svém zasedání dne 6. 11. 2014 schválila bankovní rada prodloužení devizových intervencí do 1. čtvrtletí 2016.

Používání devizových intervencí se stalo předmětem kritických výhrad, a to hned v několika směrech. Byly to především otázky týkající se možnosti vzniku deflační spirály per se a nezbytnosti tohoto kroku v situaci, kdy deflace nebyla hospodářskými subjekty ani podle šetření ČNB z října 2013 očekávána. Zpochybňován byl i vliv depreciace na spotřebu domácího zboží a na růst HDP. Nejvýznamnější výhrady se však týkaly rizik spojených s vlastními devizovými intervencemi v situaci, kdy má česká ekonomika dlouhodobé problémy s vnější nerovnováhou (podrobněji Mandel – Brůna, 2014). Ve světle těchto kritických připomínek není argument, že v našem ekonomickém myšlení přetrvávají určité historické reminiscence, které varují před nebezpečím deflace, zcela neopodstatněný.

Závěr

Situaci, kdy se země potýká s velmi nízkými mírami inflace blízkými nule a kdy hrozí nebezpečí jejich propadu do záporných hodnot, přičemž úrokové sazby jsou na téměř nulových hodnotách, bankovní sektor disponuje přebytečnou likviditou a centrální banka je nakloněna emisi dalších peněz, odpovídá definice deflace jako „trvalého“ (nejméně dvě po sobě jdoucí čtvrtletí) poklesu agregátních cen ať již měřených indexem spotřebitelských cen či jiným cenovým indexem, a to i přes – do značné míry oprávněné – výhrady k jejich vypovídací schopnosti. I když k oběma deflacím, které proběhly na našem území na počátku 20. let a ve 30. letech minulého století, došlo za zcela jiných okolností a v poněkud odlišných podmínkách, staly se jejich zhoubné důsledky bezesporu jedním z momentů varování před možným opakováním deflační situace. Současné zkušenosti některých zemí s deflací ve své většině ukazují na negativní jevy s ní spojené i ve stávajících podmínkách a vedou ke snahám o jejich předcházení. V ekonomikách, kde je měnová politika založena na cílování inflace, je hlavním nástrojem prevence vedle péče o stabilitu bankovního sektoru snižování nominálních měnově politických úrokových sazeb, které však mají svou nulovou hranici, jejíž dosažení vytváří nepříznivé komplikace pro měnovou politiku, ať již v podobě ztráty schopnosti působit proti případnému poklesu inflace, nebo možnosti stimulovat ekonomiku prostřednictvím měnové politiky. Proto dochází k využívání nekonvenčních nástrojů, jejichž nezbytnost a účinky, ať již krátkodobé či dlouhodobé, jsou předmětem četných diskusí. Snahou o přispění do této diskuse byl motivován i tento příspěvek. Chtěl upozornit jednak na negativní důsledky deflačního vývoje na našem území v historickém kontextu, jednak na příčiny vyvolání tehdejších deflačních tlaků ať již spočívající ve snaze o zhodnocování československé koruny, či v úsilí o udržení jejího kurzu vůči zlatu v podmínkách všeobecného zvyšování jeho ceny.

Literatura:

- [1] Bordo, M. D. – Landon Lane, J. – Redish, A. (2004): *Good versus Bad Deflation: Lessons from the Gold Standard Era.* [online], Cambridge, National Bureau of Economic Research, c2004, [cit. 20. 8. 2014], <<http://www.nber.org/papers/w10329>>.
- [2] Boskin, D. – Dulberger, E. – Gordon, R. – Griliches, Z. – Jorgenson, D. (1996): *Toward a More Accurate Measure of the Cost of Living: Final Report to the Senate Finance Committee.* [on-line], Social Security Administration, Official Website, c1996, [cit. 25. 9. 2014], <<http://www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html>>.
- [3] ČNB (2003-2014a): *Rozhodnutí bankovní rady.* [on-line], Praha, Česká národní banka, c2003-2014, [cit. 24. 10. 2014], <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisky_z_jednani/>.
- [4] ČNB (2003-2014b): *Zprávy o inflaci.* [online], Praha, Česká národní banka, c2003-2014, [cit. 24. 10. 2014], <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci>.
- [5] Dědek, O. – Bárta, V. (2003): *Není třeba čekat.* Euro, 2003, roč. 6, č. 37, s. 46-47.
- [6] Doležalová, A. (2004): *Měnová politika jako výsledek velkých ambicí.* In: *Hospodářské dějiny.* Praha, Historický ústav Akademie věd ČR, 2004.
- [7] Fisher, I. (1933): *Debt Deflation Theory of Great Depressions.* Econometrica, 1933, roč. 1, č. 4, s. 337-357.
- [8] Frait, J. (2003): *Měnová politika v období velmi nízké inflace.* [online], Praha, Česká národní banka, c2003, [cit. 24. 10. 2014], <http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/frait_200306_deflace_text.pdf>.
- [9] FSÚ (1985): *Historická statistická ročenka ČSSR.* Praha, SNTL, 1985.

- [10] Hayek, F. A. (1969): *Profit, Interests and Investment and Other Essays on the Theory on Industrial Fluctuations*. New York, Augustus M. Kelley, 1969.
- [11] Krugman, P. (1999): *Thinking about the Liquidity Trap*. [online], Cambridge, Massachusetts Institute of Technology, c1999, [cit. 28. 10. 2014], <<http://web.mit.edu/krugman/www/trioshrt.html>>.
- [12] Mandel, M. – Brůna, K. (2014): *Ke sporu o depreciaci koruny a intervence ČNB*. Bankovníctví, 2014, roč. 13, č. 1-2, s. 34-37.
- [13] Mises, L. (1981): *The Theory of Money and Credit*. New Haven, Liberty Fund, 1981.
- [14] Mitchell, R. B. (1976): *European Historical Statistics 1750-1970*. London, Macmillan, 1976.
- [15] Průcha, V. aj. (2004): *Hospodářské a sociální dějiny Československa 1918-1992. 1. díl: Období 1918-1945*. Brno, Doplněk, 2004.
- [16] Revenda, Z. (2004): *Příspěvek k inflaci a deflaci v současné tržní ekonomice*. Finance a úvěr, 2004, roč. 54, č. 7-8, s. 335-353.
- [17] Revenda, Z. (2011): *Role zlata v peněžním systému*. Český finanční a účetní časopis, 2011, roč. 6, č. 3, s. 47-67.
- [18] Rogoff, K. aj. (2003): *Deflation: Determinants, Risks and Policy Options – Findings of an Interdepartment Task Force*. [online], Washington, D. C., International Monetary Fund, 2003. [cit.: 29. 6. 2014], <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf>>.
- [19] Rothbard, M. (2006): *Making Economic Sense*. Auburn Alabama, Ludwig von Mises Institute, 2006.
- [20] Singer, M. (2003a): *Deflaci si rozvracet nedáme*. Euro, 2003, roč. 6, č. 40, s. 50-51.
- [21] Singer, M. (2003b): *Je deflace reálná hrozba globální ekonomice či ekonomice české – Závěry Task force MMF a naše realita*. In: *Měnová politika v období velmi nízké inflace*. Praha, Česká společnost ekonomická, 2003, s. 18-26.
- [22] Soukup, J. – Dobrylovský, J. – Neset, P. – Pavelka, T. – Pošta, V. (2007): *Makroekonomie: Moderní přístup*. Praha, Management Press, 2007.
- [23] SÚS (1932): *Statistická příručka Republiky československé, díl IV*. Praha, Státní úřad statistický, 1932.
- [24] Šíma, J. (2002): *Deflace – definiční znak zdravé ekonomiky*. Finance a úvěr, 2002, roč. 52, č. 10, s. 539-549.
- [25] Vencovský, F. (1999): *Strašidlo deflace*. Ekonom, 1999, roč. 43, č. 31, s. 13-14.
- [26] Vencovský, F. (2001): *Měnová politika v české historii*. Praha, Česká národní banka, 2001.
- [27] Vencovský, F. (2003): *Vzestupy a propady Československé koruny*. Praha, Oeconomica, 2003.
- [28] Vencovský, F. (2004): *Byla to krize měnová, deflační*. In: Loužek, M. – Tajovský, L. (eds.): *Velká deprese*. Praha, Centrum pro ekonomiku a politiku, 2004, s. 45-52.

České zkušenosti s deflací

Jitka Koderová

ABSTRAKT

7. listopadu 2013 Rada České národní banky rozhodla o započítání využívání měnového kurzu české koruny k euru jako dalšího nástroje k uvolňování měnových podmínek s cílem zabránit dlouhodobému podstřelování inflačního cíle. Cílem této stati je přispět do diskuse o výše zmíněném rozhodnutí Rady ČNB a ukázat, že naše země má velmi špatné zkušenosti s deflací. V první části je definována deflace a její “dobrá” a “špatná” verze. Druhá část je věnována úsilí československé vlády zhodnotit měnu, což vyústilo do deflace spojené s hospodářskou recesí. Ve třetí části posuzuje vliv světové hospodářské krize z přelomu 20. a 30. let minulého století a konce klasického zlatého standardu na československou ekonomiku. Na závěr je zmíněna deflace z přelomu 20. století a její možné důsledky na měnovou politiku.

Klíčová slova: Deflace; Měnová politika; Kurzová politika.

Czech Experience with Deflation

ABSTRACT

On 7th of November 2013 the Board of the Czech National Bank decided to start using the exchange rate CZK/EUR as an additional instrument for easing the monetary conditions in order to avoid the long-term undershooting of the inflation target. The aim of this paper is to contribute to the discussion on CNB Board's resolution mentioned above showing that our country has a very bad experience with deflation. In the first part the deflation and its “good” and “bad” versions are defined. The second part deals with the Czechoslovak government's effort to appreciate the currency, which led into deflation connected with economic recession. In the third part the influence of the Great Depression and of the end of the classical Gold Standard on the Czechoslovak economy is assessed. Lastly the deflation which took place at the turn of the 20th century and its possible implications on the monetary policy are mentioned.

Key words: Deflation; Monetary Policy; Exchange Rate Policy.

JEL classification: E31, E58.