

Kvantitativní uvolňování měnové politiky znovu na scéně, aneb jak poznat, až to opravdu začne.

Jarek Hurník (autor pracuje pro Mezinárodní měnový fond – Joint Vienna Institute a přednáší na Národohospodářské fakultě VŠE)

Zpomalení růstu americké ekonomiky otevřelo otázku dalšího kola kvantitativního uvolňování měnové politiky. V Jackson Hole, na prestižním setkání ekonomů zabývajících se monetární ekonomikou a centrálních bankéřů to o uplynulém víkendu bylo jedním z velkých témat.

Připomeňme, že samotný pojem kvantitativního uvolňování se do obecného povědomí dostal v souvislosti s negativním šokem, který zasáhl řadu ekonomik po pádu investiční banky Lehman Brothers v září 2008, a který přiměl několik centrálních bank snížit úrokové sazby na úroveň blízkou nule. Protože však ani takovéto uvolnění měnové politiky nebylo vnímáno jako dostatečné, začaly některé z centrálních bank o něco později provádět kvantitativní uvolňování.

Samotný název „kvantitativní“ je přitom odvozen od kvantitativní teorie peněz, jejíž základní postulát, totiž, že inflace je vždy a všude výlučně peněžním jevem je mantrou monetární ekonomie. Jednoduše, pokud začnete tisknout peníze a rozdávat je lidem, nepovede to nakonec k ničemu jinému, než k růstu cen. V průběhu transmise od natištění peněz k růstu cen však může dojít k stimulaci ekonomiky.

Zcela záměrně jsem napsal „může dojít k stimulaci“ místo „dojde k stimulaci“, protože nikdo neumí říct, co přesně se bude dít, když realitu začne dobře popisovat kvantitativní teorie peněz. Jak tomu rozumět? Ve stabilním prostředí nízké inflace, na které byla vyspělá část světa zvyklá v posledních 30 letech není kvantitativní teorie úplně nejlepším způsobem jakým lze popsat vztah mezi měnovou politikou, ekonomickým růstem a inflací. To ale v žádném případě neznamená, že by neplatila. Napadá mne paralela s fyzikou. Stejně jako je obecná teorie relativity správnou teorií pro vysvětlení pohybu těles, ale při malých rychlostech si vystačíme s Newtonovými pohybovými zákony, je kvantitativní teorie peněz jedinou správnou teorií inflace, jen si při nízkých inflacích pro popis měnové politiky vystačíme s úrokovými sazbami. V takovém prostředí to od změny úrokových sazeb k změně v inflaci trvá docela dlouho a po trase dochází také ke změnám ekonomického růstu.

V okamžiku, kdy nově natištěné peníze začnou proudit přímo k lidem, ale všechno bude jinak a vztah mezi množstvím natištěných peněz a inflací může být velmi rychlý zatímco stimulace ekonomiky bude přeskočena.

Dobře, řeknete si. Kvantitativní uvolňování se ale přece již používalo a žádná inflace na obzoru. To nás zase straší nějaký pomatený příznivec Milтона Friedmana. Na to je jednoduchá odpověď. Přes používané slovo „kvantitativní“ se prozatím o přesnou paralelu s kvantitativní teorií peněz nejednalo. Kvantitativní teorie peněz totiž předpokládá, že množství natištěných peněz je přímo spojeno s poptávkou lidí. Jinými slovy, natištěné peníze musí někdo vzít a vyrazit s nimi nakupovat. To se však prozatím nedělo. Kvantitativní uvolňování doposud probíhalo, tak, že dotyčné centrální banky nakupovaly cenné papíry včetně vládních dluhopisů od komerčních bank, které však nově natištěné peníze nechaly ležet na svých účtech u centrální banky a rostly jim tzv. volné rezervy. Konec příběhu. Nikdo ty peníze nevezal a nevyrazil na nákup.

Tak dlouho dokud budou natištěné peníze zůstat v centrální bance, kvantitativní teorie stále nebude dobrým popisem reality a nebude platit rovnítko mezi množstvím natištěných peněz a poptávkou lidí. To, čeho jsme zatím byli svědky, bylo jen pokračováním úrokové politiky jinými prostředky. Cíl, snížit dlouhodobé úrokové sazby.

Jak tedy poznáte až se začne skutečné kvantitativně uvolňovat? Jednoduše, až nějaká z centrálních bank opět oznámí nákupy cenných papírů, ale současně nebudeme pozorovat růst zůstatků na účtech komerčních bank u této centrální banky. Potom bude jasné, že peníze protíkájí přes komerční banky ke koncovému uživateli. Co přesně se bude dít v dané zemi potom, není jednoduché předvídat, tedy kromě jedné věci, totiž, že inflace vzroste a měna této země oslabí. Proto se také do opravdového kvantitativního uvolňování nikomu moc nechce. Jakmile významným způsobem změníte chování centrální banky, mění se očekávání lidí a všechny modely, o kterých jste si mysleli, že fungují, přestávají platit. Na jedné straně se každý, kdo rozhoduje o měnové politice chce vyhnout deflaci, na druhé straně se nutně musí ptát sám sebe nejen kdy a kolik, ale především, zastavím to včas?