

MĚNOVÁ POLITIKA ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY



PRINCIPY, PROCEDURY, NÁSTROJE

Chcete se dozvědět o České národní bance trochu více, než co lze zahlédnout na stránkách novin? Následující řádky Vás provedou jejím světem. Je to svět zdánlivě nenápadný. Pro českou ekonomiku je však činnost ČNB v mnoha ohledech nepostradatelná.

Podle Ústavy České republiky je hlavním cílem České národní banky péče o cenovou stabilitu. Kromě toho je úkolem ČNB pečovat o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému. Pokud tím není dotčen hlavní cíl, ČNB podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Cenové stability je dosahováno pomocí usměrňování vývoje úrokových sazeb v českém hospodářství tak, aby se inflace udržela na nízké a stabilní úrovni, aniž by se tím tempo růstu ekonomiky zbytečně zpomalovalo nebo naopak přehnaně urychlovalo.

VYSOKÁ INFLACE ŠKODÍ EKONOMICE

Cíl dosáhnout a udržet nízkou a stabilní inflaci vychází z mezinárodně potvrzené zkušenosti, že vysoká a nestálá inflace ekonomice škodí. Vysoká inflace a zejména její výrazné kolísání vytváří nejistotu a nutí majitele peněžních prostředků k zaměření na krátkodobé projekty. Přitom ekonomický růst je založen především na dlouhodobějších investicích.

Pohyb inflace na vysokých hodnotách také ztěžuje její předvídání a tím vnáší do ekonomiky různá pokřivení: mění skutečnou hodnotu závazků dlužníků vůči jejich věřitelům, deformuje daňový systém, způsobuje kolísání úrokových sazeb s následnými výkyvy v přílivu a odlivu krátkodobého, rizikového kapitálu vedoucími ke kolísání měnového kurzu a podobně. Vyšší inflace také nezanedbatelným způsobem znehodnocuje úspory.

Ekonomickou hodnotu nízké inflace naznačuje i skutečnost, že udržování inflace na nízké úrovni je v současné době hlavním cílem centrálních bank ve většině vyspělých zemí včetně Evropské centrální banky.

ČNB JE NEZÁVISLOU A INFORMAČNĚ OTEVŘENOU INSTITUCÍ

Při plnění svého zákonného cíle má ČNB vysokou mírou nezávislosti na politických vlivech. Jde především o nezávislost při rozhodování o konkrétním nastavení měnověpolitických nástrojů. Nezávislost ČNB se projevuje také ve způsobu volby a odvolávání jejích vrcholných představitelů (jsou jmenováni a za velmi striktních podmínek odvoláváni prezidentem ČR).

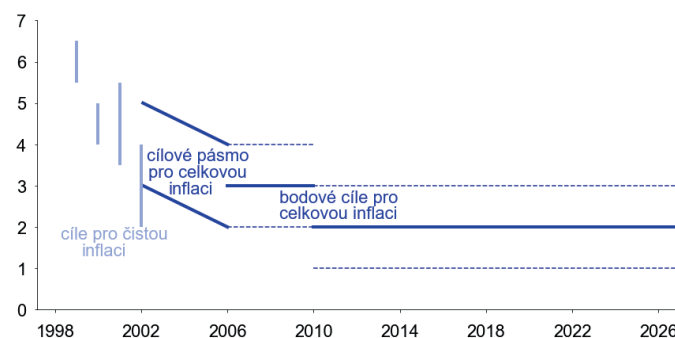
Nezávislost centrální banky ji chrání zejména před případným politickým tlakem – například v období před volbami – na přijetí kroků rozdmýchávajících krátkodobý ekonomický růst. Takové kroky by se v delším období projevíly nežádoucím růstem inflace, zatímco růst ekonomické aktivity by se vrátil na původní úroveň nebo (v důsledku zvýšené inflace) dokonce i na úroveň nižší.

Vysoká míra nezávislosti ČNB je vyvážena její informační otevřeností. ČNB různými prostředky informuje veřejnost o podstatě svého měnověpolitického režimu, o výši inflačního cíle, o prognózách inflace a jejich rizicích i o provedených měnověpolitických opatřeních a důvodech, které ČNB vedly k těmto opatřením. K informování veřejnosti ČNB využívá nejen pravidelné čtvrtletní Zprávy o měnové politice, které předkládá Poslanecké sněmovně Parlamentu a vyvěšuje na své webové stránce, ale i záznamy z měnověpolitických jednání bankovní rady ČNB, tiskové konference, články a rozhovory v tisku a dalších médiích, přednášky, vystoupení členů bankovní rady ČNB apod.

ČNB SMĚRUJE INFLACI DO OFICIÁLNĚ VYHLÁŠENÉHO INFLAČNÍHO CÍLE

Od ledna 1998 provádí ČNB svou měnovou politiku v režimu cílování inflace. Zjednodušeně řečeno, zavazuje se usilovat o to, aby se inflace za normálních vnějších ekonomických podmínek pohybovala v blízkosti vyhlášeného inflačního cíle. Tento režim má ve srovnání s ostatními měnověpolitickými režimy (například cílování peněžní zásoby, cílování měnového kurzu) několik výhod. Především je zaměřen přímo na kontrolu inflace – veličiny, která přímo ovlivňuje rozhodování a chování většiny z nás v oblasti spotřeby, investic a úspor, jakkoliv si to nemusíme uvědomovat. Závazek centrální banky v podobě inflačního cíle je pro veřejnost dobře srozumitelný a ukotvuje inflační očekávání.

Inflační cíle ČNB



MĚNOVÁ POLITIKA SE MUSÍ SOUSTŘEDIT NA BUDOUCÍ VÝVOJ

Vzhledem ke zpoždění mezi měnověpolitickým opatřením a jeho nejvýraznějším dopadem do inflace se měnověpolitické rozhodování ČNB řídí nikoli současnou situací, nýbrž prognózou budoucího vývoje – asi tak, jako se ráno před odchodem z domu rozhodujeme o svém oblečení v první řadě nikoli podle momentálního počasí, nýbrž podle předpovědi na celý den. Změny úrokových sazeb mají podle odhadů ČNB nejvýraznější dopad na inflaci v období zhruba 12–18 měsíců. ČNB se proto při svých měnověpolitických úvahách soustředí právě na tento horizont, zvažuje však samozřejmě také vývoj před ním a po něm.

Prognóza vývoje inflace a celé ekonomiky vychází ze současné situace a z dosavadního vývoje, ale také z předpokladů o budoucím vývoji některých významných veličin. Prognóza je vytvářena pomocí sofistikovaného modelu fungování české ekonomiky, zároveň je však významně ovlivněna odbornými diskuzemi a expertními názory ekonomů ČNB.

Predikční model je založen na poznatcích ČNB o tom, jak silně a s jakým zpožděním se v různých oblastech ekonomiky a nakonec v inflaci projevuje vývoj ve vnějším prostředí (inflace a hospodářský růst v zahraničí, světové ceny surovin atp.), různá administrativní rozhodnutí českého státu a samosprávy s cenovými dopady, a zejména jak a kdy se projeví změny úrokových sazeb ČNB. Za nejvýznamnější cesty, jimiž se změny úrokových sazeb ČNB promítají v ekonomice, lze pokládat cestu přes klientské úrokové sazby a cestu přes měnový kurz. Klientské úrokové sazby, za které si mohou domácnosti a firmy v soukromých bankách půjčovat a ukládat, se mění v závislosti na změnách sazeb ČNB. Výsledné hodnoty klientských úrokových sazeb pak ovlivňují poptávku – jak mnoho budou domácnosti spotřebovávat a firmy investovat, a naopak, jak mnoho budou spořit. Také měnový kurz obvykle reaguje na změny úrokových sazeb ČNB, zejména pokud jsou tyto změny větší a jsou vnímány jako dlouhodobé. Výsledné hodnoty kurzu pak významně ovlivňují úroveň cen dováženého zboží, a tedy inflaci; s větším zpožděním také vývoz a dovoz, celkovou poptávku a opět inflaci.

Predikční model ČNB zachycuje ve zjednodušené, modelové podobě i chování samotné centrální banky v souladu se zákonnými cíli ČNB. Součástí celkové prognózy je tedy také prognóza vývoje úrokových sazeb. Ve svých materiálech pro veřejnost ČNB tuto prognózu označuje jako trajektorii úrokových sazeb konzistentní s celkovou prognózou. Prognóza úrokových sazeb ukazuje, jaká úroková politika centrální banky by odpovídala danému výhledu vývoje ekonomiky a naplňování 2% inflačního cíle. Tuto prognózu však nelze chápat jako závazek ze strany ČNB pro skutečný současný a budoucí vývoj jejích úrokových sazeb. Příchod nových informací od zpracování prognózy či odlišné vnímání ekonomického vývoje členy bankovní rady, než jaký je nastíněn v prognóze ČNB, způsobují, že se skutečný vývoj úrokových sazeb může odchýlit od prognózované trajektorie. Totéž platí pro prognózu vývoje měnového kurzu koruny k euru. Prognózu nominálního kurzu ke konkrétní měně ČNB zveřejňuje jako jediná centrální banka na světě.

PROČ NĚKDY DOCHÁZÍ K NEPLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE?

I přes pečlivě uvážená měnověpolitická rozhodnutí se inflace může na určitou dobu ocitnout mimo inflační cíl. Stane se tak zejména tehdy, jestliže tato rozhodnutí vycházela z prognózy a předpokladů, které následná skutečnost nepotvrdila. Předpovídání ekonomického vývoje je velmi obtížné a menší či větší nenaplnění je časté u všech makroekonomických prognóz, nejen u těch vytvářených v ČNB. Nejčastější – byť ne jedinou – příčinou selhání makroekonomické prognózy bývá výrazná změna hodnoty některé vnější veličiny významné pro českou inflaci. K těmto veličinám patří například ceny surovin a potravin na světových trzích, vývoj globálního sentimentu, který má značné dopady na kurz koruny, nebo vývoj zahraniční poptávky po českých vývozech. Vývoj těchto veličin lze předpovídat s jistou mírou nejistoty, přitom však českou inflaci ovlivňují často a zřetelně, jak naznačuje poměrně kolísavý vývoj inflace v ČR. Ve vývoji českých cen velkou roli hraje také obtížné předvídatelný rozsah změn regulovaných cen, poplatků a nepřímých daní.

Vývoj inflace v ČR (meziroční růst spotřebitelských cen)



Inflaci odkloněnou šokem v nejbližších několika čtvrtletích mimo inflační cíl ČNB by sice bylo možné vměstnat zpátky do cíle dramatickou změnou nastavení měnověpolitických nástrojů, taková reakce by však mohla vést k nežádoucí destabilizaci ekonomiky. Navíc je třeba uvážit, že projevy šoku v prvních čtvrtletích, jeho tzv. prvotní dopady, jsou nezbytnými změnami relativních cen, které není žádoucí potlačovat – ekonomický a cenový systém se jejich prostřednictvím přizpůsobuje nové situaci, takže se nejedná o změny inflace v pravém slova smyslu.

Pokud jsou tyto prvotní dopady velmi silné, oficiálně měřená inflace může opustit inflační cíl. Z těchto důvodů ČNB – podobně jako další centrální banky cílující inflaci – ve svých publikacích opakovaně upozorňuje veřejnost, že mohou nastat případy, kdy je ekonomicky správné smířit se s přechodným neplněním inflačního cíle. Měnová politika ČNB se soustřeďuje až na potlačení tzv. druhotných dopadů šoku, které se mohou objevit později jako nežádoucí, skutečně inflační „ozvěny“ dopadů prvotních. Tato situace nastala i na počátku roku 2022, kdy ČNB záměrně nereagovala na prvotní cenové dopady válečného konfliktu na Ukrajině, který vedl k prudkému nárůstu světových cen energií, surovin a potravin.

PROGNÓZA BUDOUCÍHO VÝVOJE INFLACE SE TVOŘÍ NĚKOLIK TÝDNŮ

Klíčovým podkladem pro rozhodování bankovní rady ČNB je makroekonomická prognóza. Prognóza je sestavována pravidelně čtyřikrát ročně sekci měnovou, která ji připravuje v početném týmu ekonomů přibližně jeden měsíc. Na prvních schůzkách jsou identifikována tzv. nosná témata a diskutovány aktuální pozice domácí ekonomiky v hospodářském cyklu, tuzemský ekonomický vývoj v nejbližším období a předpoklady prognózy, především výhled zahraničních veličin. Předpověď zahraničního vývoje se opírá jak o vlastní prognostické modely, tak o tržní výhledy a prognózy zahraničních analytiků. Interpretace aktuálního stavu ekonomiky a nastavení předpokladů prognózy do značné míry určuje vyznění prognózy, a proto je do této diskuse zapojena také bankovní rada.

Významnou součástí predikce je tzv. krátkodobá prognóza, která vzniká na základě analýzy nových dat při použití speciálních modelů a expertního posouzení. Krátkodobá prognóza pro nejbližší jedno čtvrtletí je následně vložena do jádrového predikčního modelu. Ten je tvořen desítkami rovnic, které popisují klíčové vztahy uvnitř české ekonomiky a její vztah k zahraničí ve střednědobém horizontu. Předpověď vytvořená jádrovým predikčním modelem je opět obsahem odborných debat ekonomů ze sekce měnové a případných dalších expertních úprav. Proces integrace modelových a expertních pohledů na budoucí ekonomický vývoj je nejobtížnější a nejdélavější částí tvorby prognózy. Na konci tohoto procesu je finální verze základního scénáře makroekonomické prognózy ČNB.

Základní scénář prognózy představuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj české ekonomiky, jak ho vidí ekonomové ze sekce měnové na základě předchozích interakcí s bankovní radou. Se základním scénářem je vždy konzistentní určitá trajektorie úrokových sazeb, která vede k udržení budoucí inflace blízko 2% inflačního cíle. Vedle základního scénáře zpracovává sekce měnová, mimo jiné na základě předchozí komunikace s bankovní radou, také další scénáře, které zachycují hlavní rizika a nejistoty prognózy, a nabízí tak alternativní pohled na možný budoucí vývoj. Základní i další scénáře jsou bankovní radě prezentovány na měnověpolitickém jednání a následně představeny veřejnosti ve Zprávě o měnové politice.

Přibližně stejný popis prognózy, rozšířený pouze o technické a pro vnějšího čtenáře nezajímavé pasáže, je obsažen v tzv. Situační zprávě, která je vnitřním materiálem určeným k rozhodování bankovní rady a která je zveřejňována s odstupem šesti let.

JEDNÁNÍ BANKOVNÍ RADY O MĚNOVÉ POLITICE PROBÍHAJÍ OSMKRÁT ROČNĚ

Situace české ekonomiky se zpravidla nemění tak rychlým tempem, aby bylo nutné procházet výše popsaným, časově velice náročným procesem tvorby prognózy každý měsíc. Prognóza je proto sekci měnovou tvořena pouze jednou za čtvrtletí tak, aby obsáhla i důležité statistické údaje publikované čtvrtletně. Prognóza je předkládána nejvyššímu řídicímu orgánu ČNB, sedmičlenné bankovní radě, v interním materiálu zvaném Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji jako klíčový podklad pro její měnověpolitické rozhodování na začátku února, května, srpna a listopadu. Situační zpráva je až na technické a pro vnějšího čtenáře nezajímavé pasáže shodná se Zprávou o měnové politice a je zveřejňována s odstupem šesti let.

Bankovní rada však pravidelně zasedá osmkrát do roka, vedle již zmíněných měsíců ještě na konci března, června, září a prosince. V těchto měsících Situační zpráva sice neobsahuje novou prognózu, avšak přináší srovnání aktuálního vývoje hlavních makroekonomických veličin s jejich prognózovanou výší, vyhodnocuje situaci z hlediska možného budoucího vývoje inflace a aktualizuje nejistoty a rizika poslední sestavené prognózy.

Jednání bankovní rady k měnové politice obvykle začíná prezentací a projednáním situační zprávy, která je bankovní radě předložena sekci měnovou vždy s předstihem několika dní. Prezentace je zakončena formulací vlastního doporučení sekce měnové bankovní radě v oblasti bezprostředního nastavení úrokových sazeb a komunikace. Členové bankovní rady jsou dále pro své jednání vybaveni stanovisky jednoho ze svých poradců a sekce finanční stability k projednávané situační zprávě.

Po skončení prezentace členové bankovní rady pokládají doplňující dotazy. Poslední fází jednání bankovní rady je uzavření diskuze jejích členů o rizicích a nejistotách aktuální prognózy a celkových měnověpolitických souvislostech, která vyústí v hlasování o měnověpolitickém opatření. Toto hlasování nemusí být vždy jednotné a konečné rozhodnutí se může lišit jak od vyznění aktuální prognózy, tak i od doporučení sekce měnové.

Odhlasované opatření je neprodleně zveřejněno formou tiskové zprávy a vysvětleno a komentováno na odpolední tiskové konferenci, na které je též zveřejněn poměr hlasování. Průběh tiskové konference je on-line veřejně přístupný na internetových stránkách ČNB. Podrobnější popis diskuze bankovní rady vedoucí k danému rozhodnutí je zveřejněn s odstupem osmi dní v záznamu z jednání bankovní rady, a to včetně jmenovitých argumentů a hlasování jednotlivých členů bankovní rady. Při příležitosti zveřejnění nové čtvrtletní prognózy ČNB (v únoru, květnu, srpnu a listopadu) je na tiskové konferenci v den rozhodnutí a na webových stránkách ČNB zveřejněna také prognóza budoucího vývoje klíčových ekonomických veličin (celková inflace, měnověpolitická inflace, HDP, kurz koruny k euru a trajektorie úrokových sazeb konzistentních s prognózou). Úplný zápis z jednání bankovní rady je spolu se Situační zprávou zveřejňován s odstupem šesti let.

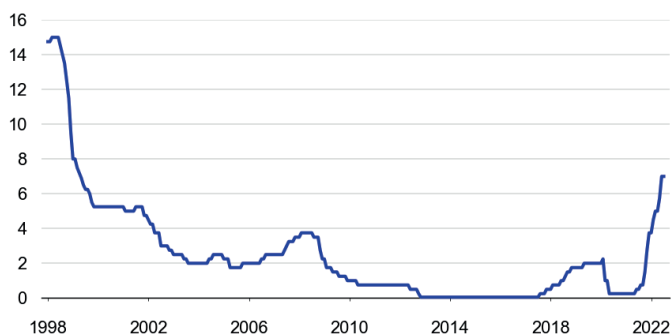
ČNB POUŽÍVÁ VE SVÉ MĚNOVÉ POLITICE TRŽNÍ NÁSTROJE

K uskutečnění svých měnověpolitických rozhodnutí ČNB využívá tržní, tzv. nepřímé, neadministrativní nástroje. Jinými slovy, ČNB nevykonává svou měnovou politiku pomocí příkazů, zákazů, limitů atp., nýbrž nabízí bankám obchodní transakce a podmínky formulované tak, aby tyto banky následně svým dalším partnerům nabízely transakce za podmínek, které jsou podle ČNB v danou chvíli žádoucí. Tímto základním mechanismem a cestami, které byly naznačeny už výše (přes klientské úrokové sazby, přes měnový kurz aj.) se měnověpolitické záměry ČNB šíří postupně přes další a další trhy a transakce do celé ekonomiky.

Základním nástrojem ČNB je tzv. dvoutýdenní repo sazba. ČNB nabízí bankám, že si u ní v rámci dvoutýdenních repo operací mohou na dva týdny uložit své volné peněžní prostředky za úrokovou sazbu, která nepřevyší vyhlášenou repo sazbu. Změnou repo sazby ČNB ovlivňuje výši krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním trhu. Tento signál se pak přenáší na úrokové sazby v celé ekonomice, následně na ekonomickou aktivitu a nakonec na inflaci.

V některých situacích ČNB může používat i další nástroje, které má k dispozici. Může například provádět devizové intervence, kterými je schopna ovlivňovat vývoj kurzu koruny a tlumit tak jeho nadměrné výkyvy. Devizové intervence ČNB využívala od listopadu roku 2013 do dubna roku 2017 také v rámci svého kurzového závazku, a to k dosažení žádoucího uvolnění měnové politiky v situaci, kdy byly měnověpolitické úrokové sazby na tzv. „technické nule“.

Vývoj dvoutýdenní repo sazby ČNB



PŘISTOUPENÍ ČR K EUROZÓNĚ

Česká republika se vstupem do Evropské unie zavázala v budoucnu vstoupit také do eurozóny, tedy zavést společnou evropskou měnu euro. Stejně jako jiné nově přistoupivší státy přitom Česká republika získala statut členské země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura.

Přistoupení k eurozóně je pro členské země Evropské unie podmíněno, mimo jiné, splněním tzv. maastrichtských konvergenčních kritérií. Jde o soubor několika požadavků, prostřednictvím kterých je hodnoceno, nakolik se kandidátské země přibližily ekonomikám eurozóny.

ČNB je přesvědčena, že Česká republika by měla přistoupit k eurozóně, až pro to budou vytvořeny ekonomické podmínky. Připravenost české ekonomiky na přijetí eura se přitom postupně zlepšuje, nicméně stále přetrvávají některá úzká hrdla, jako nedokončená reálná ekonomická konvergence, či nižší strukturální podobnost české ekonomiky s eurozónou.

Kromě stavu české ekonomiky je však nezbytné posuzovat i hospodářský a institucionální vývoj samotné eurozóny. Od vzniku eurozóny nové instituce a pravidla podstatným způsobem změnila její podobu, a tedy i obsah závazku přijetí eura, který Česká republika přijala při svém vstupu do Evropské unie.