

února, května, srpna a listopadu. V případě mimořádně dramatického vývoje ekonomiky ovšem může být ve zkráceném režimu sestavena nová prognóza i v mezidobí.

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 předpovídanou výší, vyhodnocuje situaci z hlediska možného budoucího vývoje inflace a aktualizuje nejistoty a rizika poslední sestavené prognózy.

Jednání bankovní rady obvykle začíná v devět hodin ráno projednáním Situační zprávy, která je bankovní radě předložena Sekcí měnovou a statistiky vždy s předstihem několika dní. Členové bankovní rady jsou dále pro své jednání vybaveni stanoviskem jednoho ze svých poradců k projednávané Situační zprávě a Měnověpolitickým doporučením. Tento dokument obsahuje argumenty pro nastavení vyšších, resp. nižších, úrokových sazeb oproti vyznění základního scénáře aktuální prognózy a doporučení Sekce měnové a statistiky ohledně optimálního měnověpolitického opatření a jeho komunikace.

Projednávání Situační zprávy na zasedání bankovní rady je zahájeno prezentacemi Sekce měnové a statistiky, v nichž jsou shrnuty hlavní myšlenky a vyznění prognózy, předložené Situační zprávy a Měnověpolitického doporučení. Prezentace jsou zakončeny formulací vlastního doporučení Sekce měnové a statistiky bankovní radě v oblasti bezprostředního nastavení úrokových sazeb a komunikace.

Po skončení prezentací členové bankovní rady pokládají doplňující dotazy. Poslední fází jednání bankovní rady je uzavřená 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 měnověpolitického doporučení Sekce měnové a statistiky.

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 zpřístupněn široké veřejnosti prostřednictvím zvukového a obrazové záznamu 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. Tento záznam v závěru uvádí jmenovité hlasování členů bankovní rady o změně úrokových sazeb. 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 a Měnověpolitickým doporučením 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 využívá od roku 2013 také v rámci svého kurzového závazku, a to k dosažení žádoucího uvolnění měnové politiky v situaci, kdy jsou měnověpolitické úrokové sazby na tzv. „technické nule“.

## Přistoupení ČR k eurozóně

S přistoupením České republiky k Evropské unii a k Hospodářské a měnové unii se ČNB stala součástí Evropského systému centrálních bank. Až do okamžiku zavedení jednotné měny eura, kdy se ČNB stane součástí tzv. Eurosystemu, však bude ČNB provádět samostatnou měnovou politiku jako doposud.

ČR má na zavedení jednotné měny po vstupu do Evropské unie dočasný odklad. Přistoupení k eurozóně je pro členské země Evropské unie podmíněno splněním tzv. maastrichtských konvergenčních kritérií. Jde o soubor několika požadavků, které vymezují oblasti, v nichž se musí kandidátské země přiblížit ekonomikám eurozóny.

ČNB je přesvědčena, že Česká republika by měla přistoupit k eurozóně, až pro to budou vytvořeny ekonomické podmínky. Zejména je potřeba pokračovat v procesu konsolidace veřejných rozpočtů a ve strukturálních reformách ke zvýšení pružnosti trhu práce. Zároveň platí, že ani dluhová krize v eurozóně a způsob jejího řešení nevytvářejí příznivé podmínky pro přijetí jednotné měny euro v České republice.

# 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 ČR je hlavním cílem ČNB „péče o cenovou stabilitu“. Pokud tím není dotčen tento hlavní cíl, ČNB má za úkol rovněž podporovat „obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu“. Tímto zadáním se rozumí úkol pro ČNB volit takovou úroveň jejího hlavního nástroje, tj. úrokových sazeb, která bude držet inflaci 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 předvídaní 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. Střadatelé si mnohdy také neuvědomují, že vyšší inflace nezanedbatelným způsobem znehodnocuje jejich 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 projevil nežádoucím růstem inflace, zatímco růst ekonomické aktivity by se vrátil na původní úroveň nebo (v důsledku zvýšené inflace) dokonce i na úroveň nižší.

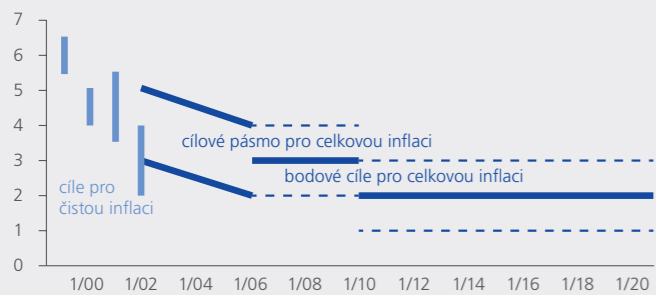
Vysoká míra nezávislosti ČNB je vyvážena její informační otevřeností. ČNB různými prostředky informuje veřejnost o podstatě svého měnověpolitického režimu, o výši inflačního cíle, o prognózách inflace a jejích rizicích i o provedených měnověpolitických opatřeních a důvodech, které ČNB vedly k těmto opatřením. K informování veřejnosti ČNB využívá nejen pravidelné čtvrtletní Zprávy o inflaci, 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 směřuje 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 na úrovni vyhlášeného inflačního cíle. Tento režim má ve srovnání s ostatními měnověpolitickými režimy (například cílování peněžní zásoby, cílování měnového kurzu) některé významné přednosti. 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 obecně srozumitelný a ukotvuje inflační očekávání. Vývoj inflačních cílů od počátku cílování inflace v ČR znázorňuje Obrázek 1.

**Obrázek 1: 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 v první řadě 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.

Model 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 stanovenému inflačnímu cíli. Tuto prognózu však nelze chápat jako závazek ze strany ČNB pro skutečný současný a budoucí vývoj jejich úrokových sazeb. Jedná se totiž pouze o modelové vodítko pro skutečné měnověpolitické rozhodování. 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, kterou 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 a měnový kurz. Vývoj těchto veličin lze předpovídat jen s velkou mírou nejistoty, přitom však českou inflaci ovlivňují často a zřetelně, jak naznačuje poměrně složitý dosavadní vývoj inflace v ČR (viz Obrázek 2). Zejména v minulých letech hrál ve vývoji českých cen velkou roli také obtížně předvídatelný rozsah změn regulovaných cen, poplatků a nepřímých daní.

**Obrázek 2: 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, tzv. prvotní dopady šoku, 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 na 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.

## Prognóza budoucího vývoje inflace se tvoří několik týdnů

Klíčovým podkladem pro rozhodování bankovní rady ČNB je makroekonomická prognóza ČNB. Tato prognóza je sestavována Sekcí měnovou a statistiky v interakci se členy bankovní rady. Představuje vnímání odborníků ČNB ohledně nejpravděpodobnějšího budoucího vývoje ekonomiky včetně chování samotné centrální banky. Prognóza je založena na konzistentním střednědobém rámci v podobě modelového přístupu, který je doplněn expertním posudkem ovlivňujícím zejména krátký horizont prognózy. Pro rozhodování o měnové politice je pak nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti), která ovlivňuje současné nastavení úrokových sazeb.

Na vypracování prognózy se podílí početný tým specialistů v rámci tzv. predikčního týmu ČNB. Proces tvorby prognózy celkově trvá zhruba jeden měsíc a má podobu série schůzek predikčního týmu. Na prvních schůzkách se diskutují tzv. počáteční podmínky prognózy, především pak pozice domácí ekonomiky v hospodářském cyklu. Nastavení počátečních podmínek do značné míry určuje vyznění prognózy, a proto je do této diskuse zapojena i bankovní rada prostřednictvím tzv. Schůzky k počátečním podmínkám.

Očekávaný zahraniční ekonomický vývoj patří k dalším důležitým předpokladům prognózy ČNB. K odhadu budoucího vývoje vnějšího prostředí (cen energetických surovin, cenových indexů v zahraničí, průběhu hospodářského cyklu v zemích nejvýznamnějších obchodních partnerů ČR, úrokových sazeb v eurozóně či měnového kurzu EUR/USD) používá prognóza „předpověď“ publikace Consensus Forecasts, jež shrnuje předpovědi celé řady zahraničních analytických týmů, a tržní výhledy.

Souběžně s odhadem počátečních podmínek se na prvních schůzkách predikčního týmu diskutuje rovněž tzv. krátkodobá prognóza, která vzniká s pomocí jednorovnicových i složitějších modelů a expertního posouzení a která popisuje vývoj ekonomiky v nejbližších čtvrtletích.

Krátkodobá prognóza pro nejbližší jedno čtvrtletí je následně vložena do jádrového střednědobého predikčního modelu, který je tvořen řádově desítkami rovnic. Rovnice popisují klíčové vztahy uvnitř české ekonomiky a její vztahy k zahraničí. Jedna ze základních rovnic modeluje reakci krátkodobých úrokových sazeb na vývoj inflace. Tato reakce centrální banky zabezpečuje ve střednědobém horizontu postupný návrat inflace k cíli ČNB. Předpověď vytvořená jádrovým predikčním modelem je opět předmětem odborné debaty v predikčním týmu a případných dalších expertních úprav. Tento proces integrace expertního a modelového pohledu na budoucí ekonomický vývoj je nejobtížnější a nejzdlouhavější částí procesu tvorby prognózy. Na konci tohoto procesu je finální verze základního scénáře makroekonomické prognózy ČNB.

Tuto prognózu lze proto považovat za společný výsledek modelových a expertních postupů, detailních úvah o krátkodobých šocích i komplexních úvah o střednědobých a dlouhodobých trendech. Vedle tvorby nejpravděpodobnějšího scénáře budoucího ekonomického vývoje jsou však diskutovány také hlavní nejistoty a rizika spjatá s tímto základním scénářem prognózy (například ohledně vývoje v zahraničí, vývoje veřejných rozpočtů, nejistoty o budoucím vývoji některých klíčových veličin atd.). Na druhé schůzce s bankovní radou, tzv. Schůzce k alternativním scénářům, mohou být pak na základě této diskuze formulovány konkrétní alternativní scénáře makroekonomické prognózy. Základní scénář prognózy a případné alternativní scénáře jsou následně popsány ve Zprávě o inflaci, která je zveřejňována s odstupem osmi dní od projednání prognózy na příslušném měnověpolitickém zasedání bankovní rady. 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.

## Bankovní rada rozhoduje na základě Situační zprávy

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 Sekcí měnovou a statistiky 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