

---

# Pohled za oponu aneb jak vzniká měnová politika

Jan Procházka, člen bankovní rady ČNB

20. 12. 2023

Podzimní seminář ČSE – Brno



---

# Poslání České národní banky

- Pečovat o cenovou stabilitu
- Pečovat o **finanční stabilitu a dohlížet** na bezpečné fungování finančního systému
- Vydávat **bankovky a mince**, řídit **peněžní oběh a zúčtování bank**, pečovat o plynulost **platebního styku**
- Poskytovat **státu a veřejnému sektoru** bankovní služby



## Inflace = hodně peněz honí málo zboží

Skoro všechny peníze vznikají v bankách při poskytování úvěrů. Co ovlivňuje jejich množství?

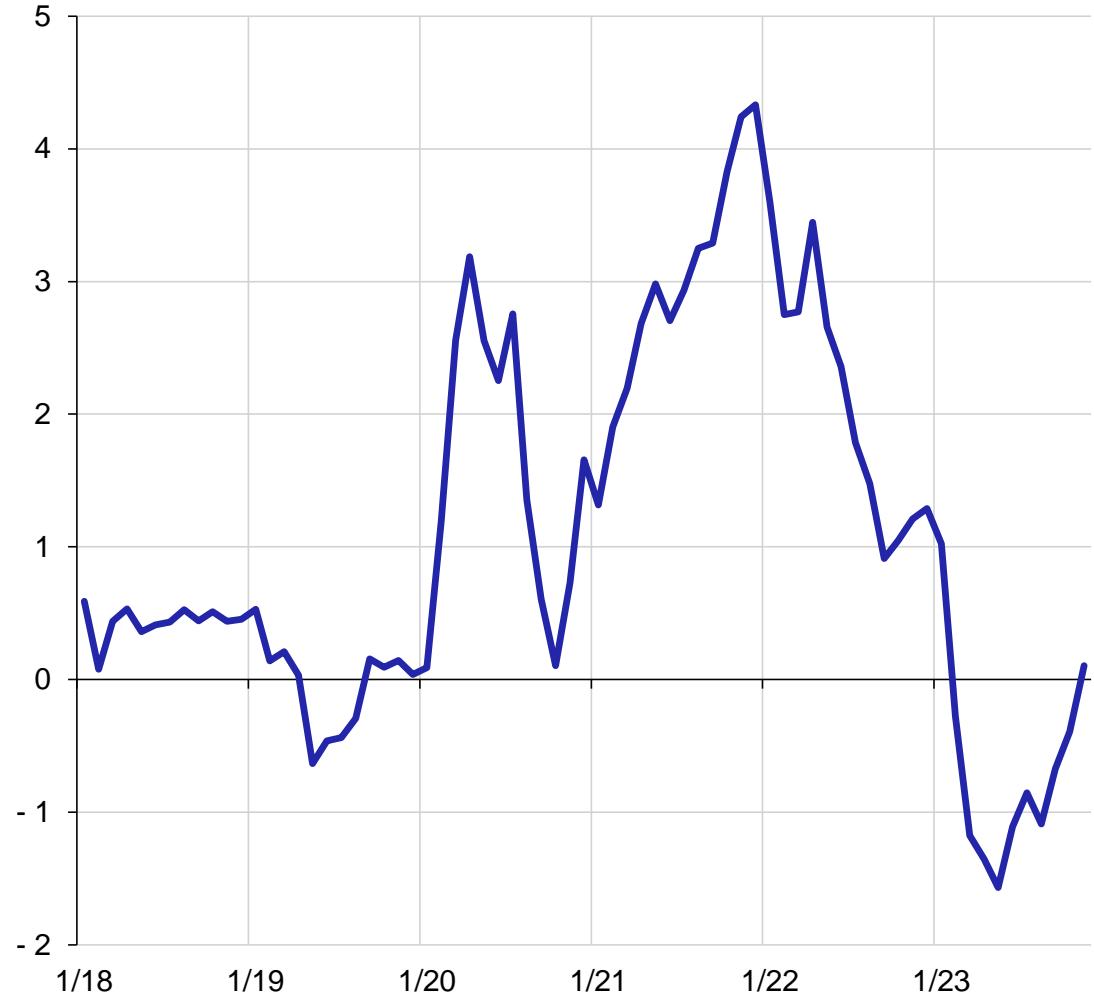
1. **Poptávka** po úvěrech
2. Regulace a dohled: **úvěruschopnost a rizikovost** žadatele
3. Makrobezpečnostní politika: požadavky na **limity úvěrových ukazatelů** LTV, DTI, DSTI
4. Makrobezpečnostní politika: různé **kapitálové požadavky**
5. Měnová politika: **úrokové sazby** ovlivňují cenu peněz tak, aby byla zajištěna **cenová stabilita**



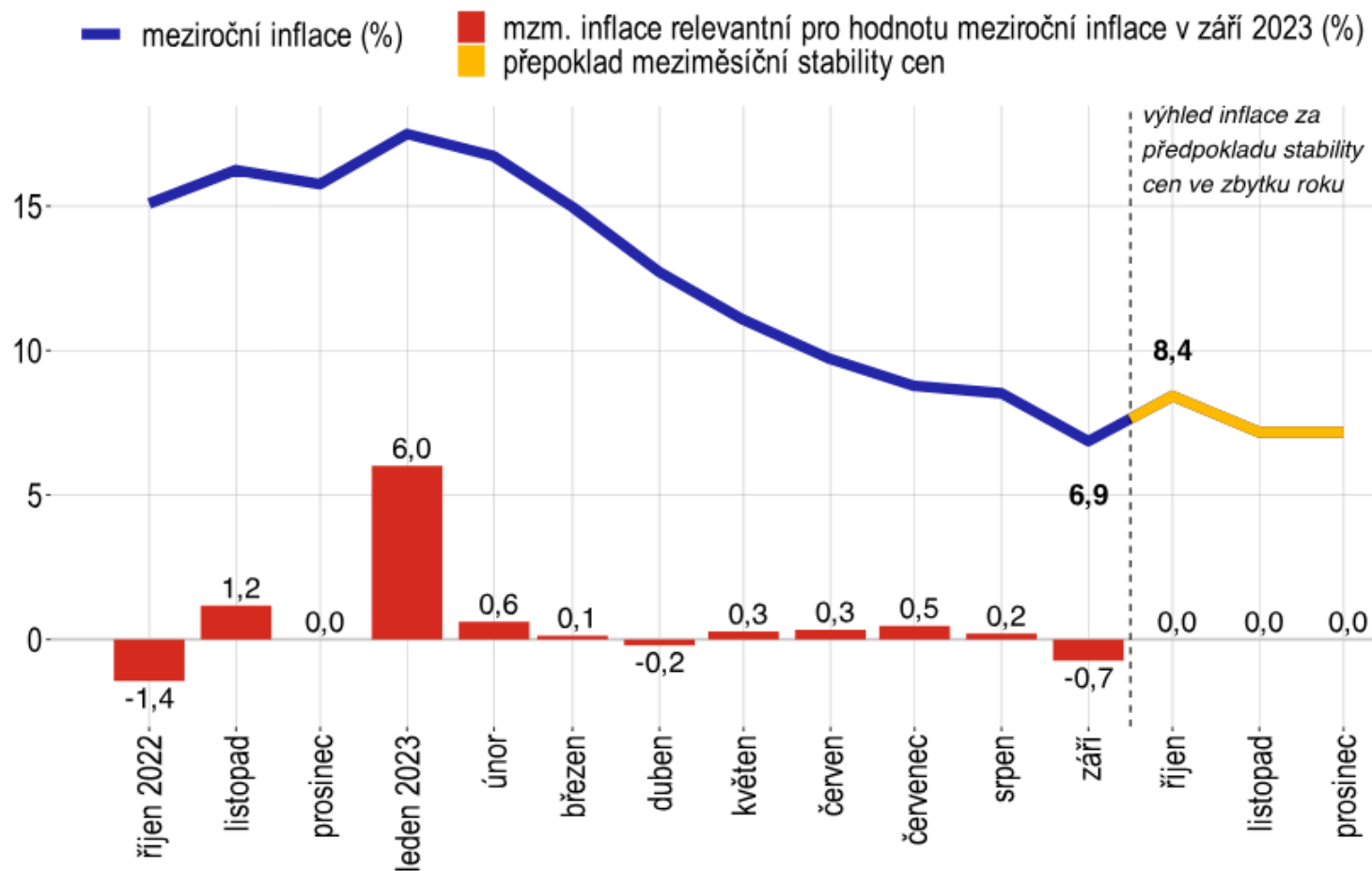
## Co když za inflací není víc peněz, ale míň zboží?

- Standardní makroekonomie: boom poznáme podle růstu poptávky, který se projevuje rostoucí inflací; proti tomu působí zvyšování úrokových sazeb
- Zvýšení množství peněz a růst poptávky vs. snížení nabídky
- Když cena roste kvůli (přechodnému) snížení nabídky, je potřeba tolik zvyšovat sazby?
- Ne vždy platí, že vyšší inflace = přehřátější ekonomika
- Různé příčiny inflace vyžadují různou léčbu
- Některé typy inflace se dokonce neléčí vůbec, třeba „zvýšení“ inflace letos v říjnu

## Covid způsobil nárůst tlaků v rámci globálních dodavatelských řetězců



## Inflace v říjnu dočasně vyskočí, i kdyby se už nezdražovalo

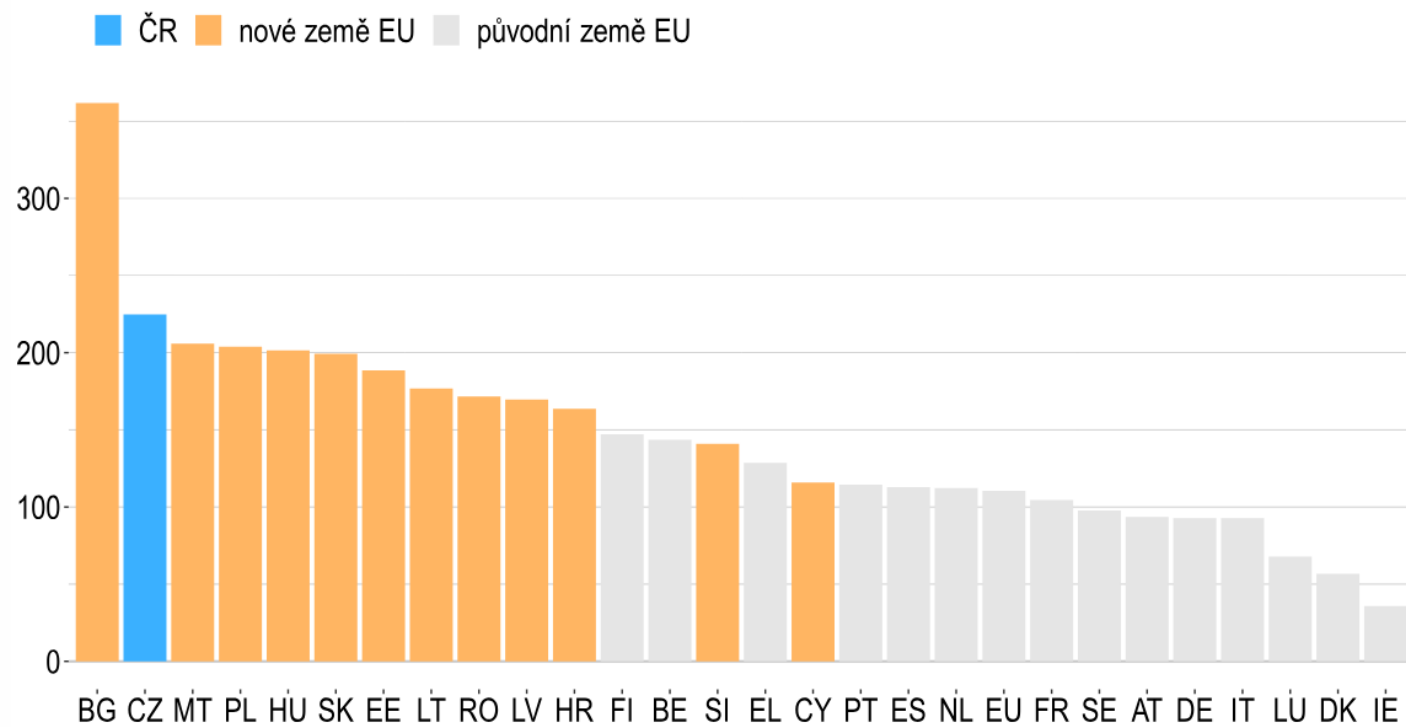


Zdroj: ČSÚ, výpočet autorů

## Inflace je procentní změna: vyšší energetická náročnost ekonomiky = vyšší inflace

- Komodity jsou obchodované globálně za jednu cenu (např. energie, ale i potraviny)
- Šok do cen energetických komodit dopadne disproporčně více na ekonomiky s vyšším podílem energií ve výrobě
- Roli hraje i výchozí cenová hladina: kde je levněji, komoditní šok vyvolá větší procentní změnu
- Např. Švýcarsko: vysoká cenová hladina, relativně vysoký podíl mzdových nákladů = nízká inflace

Energetická náročnost ekonomiky  
(kilogramy ekvivalentu ropy (KGOE) / tisíc euro HDP, rok 2021)



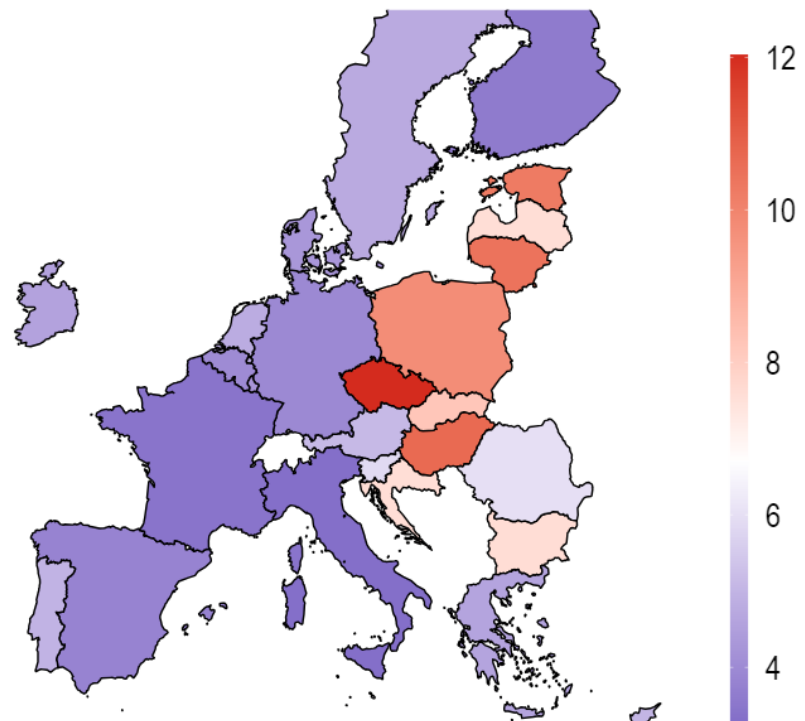
Zdroj: Eurostat

## Komoditní šok se projevuje i v cenách služeb

- Rozdíly se projeví nejen v celkové inflaci, ale i v jádrové, kde je velký podíl cen služeb
- Dědictví Železné opony? Nižší cenová hladina, vyšší energetická náročnost, menší podíl mzdových nákladů
- Jádrová inflace je přitom tradičně považovaná za projev silné poptávky. Ale nemusí to tak být!
- Měnově-politická implikace: Zbytečně vysoké sazby v reakci na „technicky“ vyšší inflaci můžou naopak konzervovat nižší energetickou efektivnost výroby

Průměrná jádrová inflace v zemích EU v roce 2022  
(HICP index bez cen energií, potravin, alkoholu a tabáku, %)

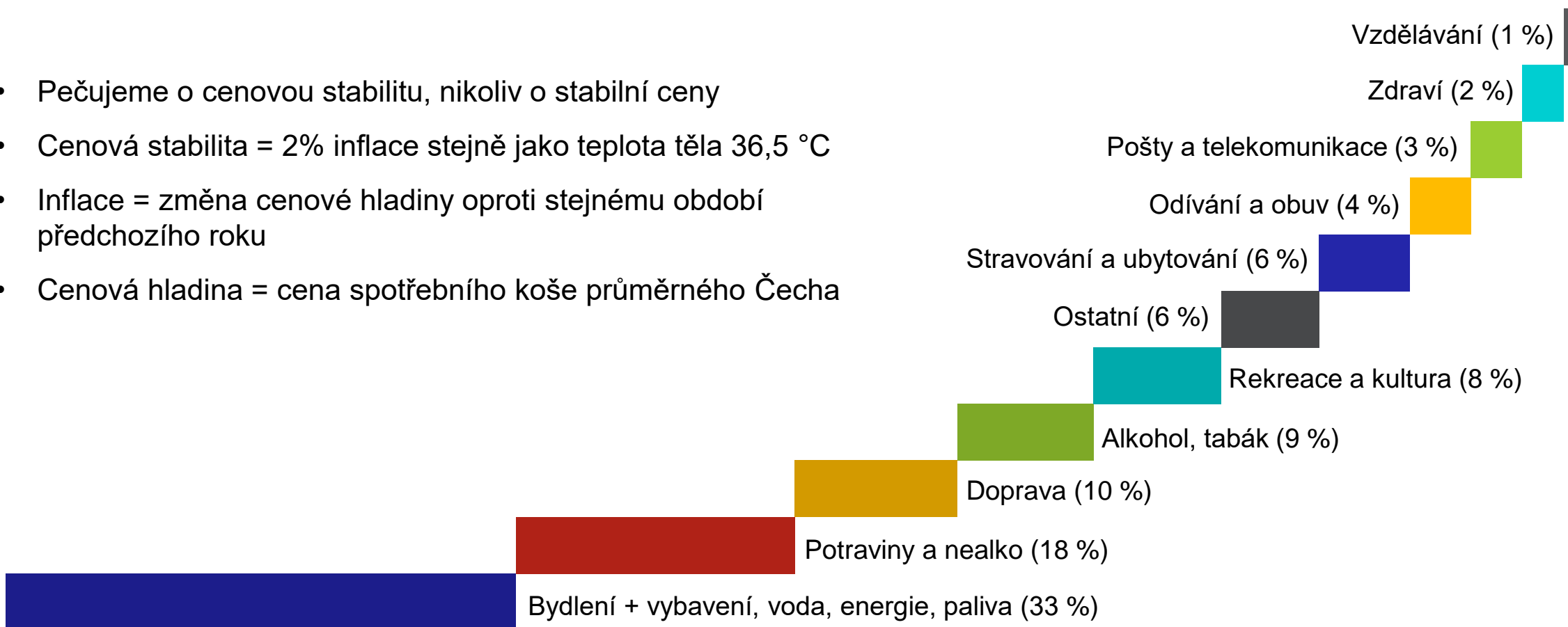
1





## Mýtus: ČNB pečuje o stabilní ceny

- Pečujeme o cenovou stabilitu, nikoliv o stabilní ceny
- Cenová stabilita = 2% inflace stejně jako teplota těla 36,5 °C
- Inflace = změna cenové hladiny oproti stejnému období předchozího roku
- Cenová hladina = cena spotřebního koše průměrného Čecha



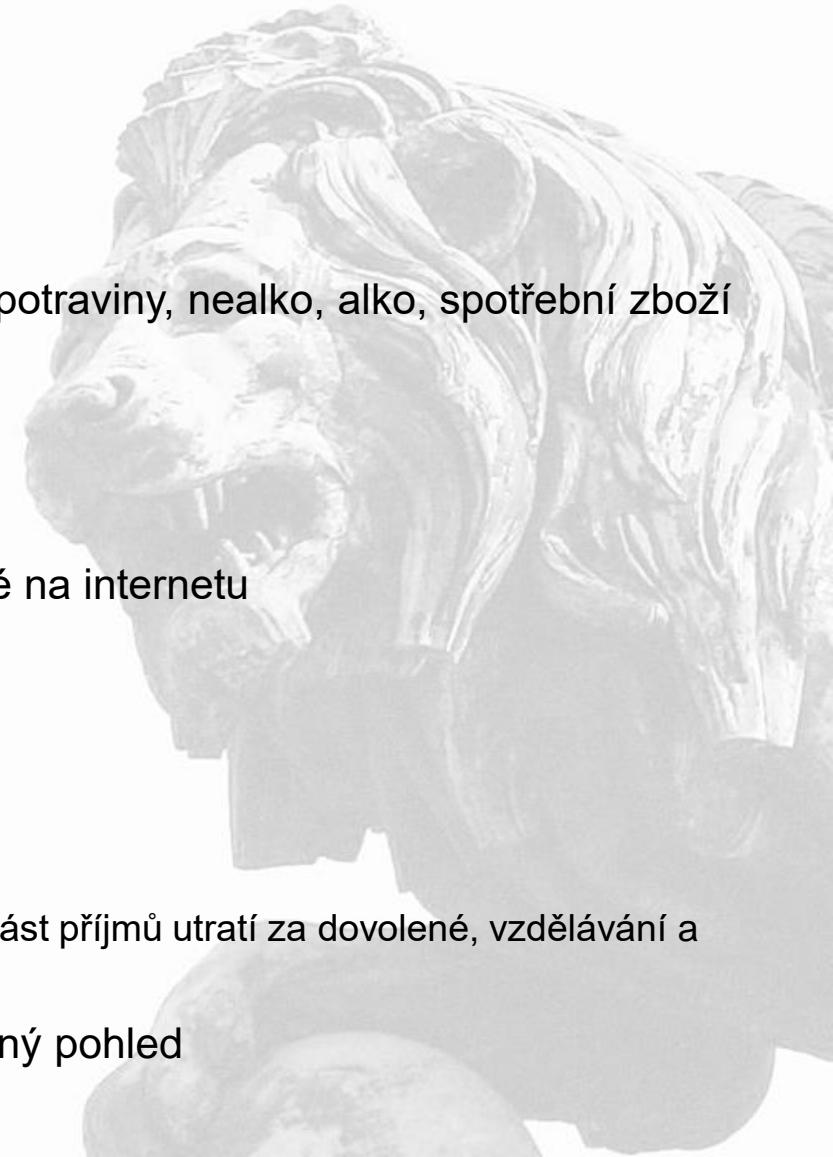


## Neexistuje jediná inflace, každý má svou

- Spotřební koš = vážený součet 443 položek + cen z pokladen supermarketů pro potraviny, nealko, alko, spotřební zboží pro domácnost, léčiva a další (už cca 1/3 spotřebního koše)
- Váhy se aktualizují každé dva roky na základě statistických šetření
- ČNB uživatel, autorem je Český statistický úřad
- ČSÚ sbírá ceny v cca 8 500 provozovnách ve 35 okresech ČR a v Praze, některé na internetu

Neexistuje jedna inflace:

- Domácnosti důchodců mají teď inflaci vyšší
  - Nenakupují nemovitosti, větší část důchodu dají za potraviny a energie
- Pražské domácnosti mají teď inflaci nižší
  - Více nakupují nemovitosti od developerů a méně staví (imputované nájemné), větší část příjmů utratí za dovolené, vzdělávání a další služby
- Jinak inflace dopadá na dlužníka, jinak na člověka s úsporami: nominální vs. reálný pohled

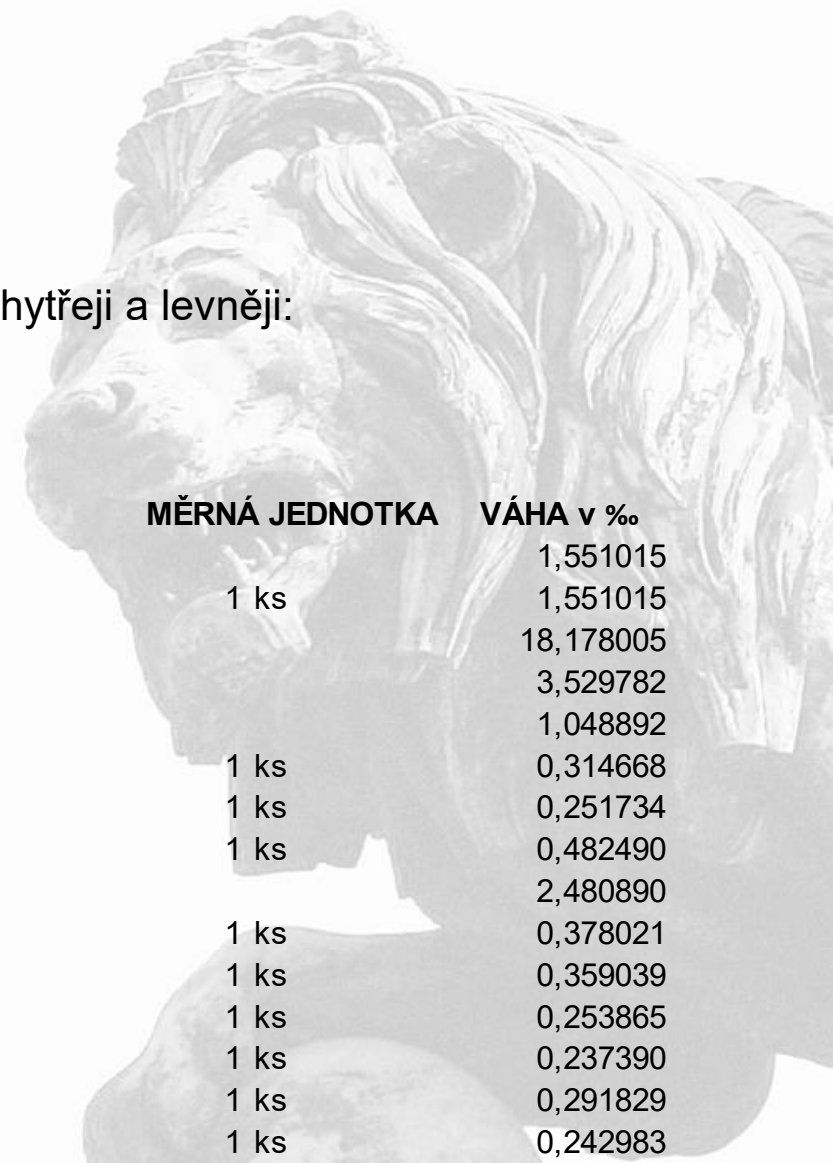


## Svou inflaci může ovlivnit každý z nás ...

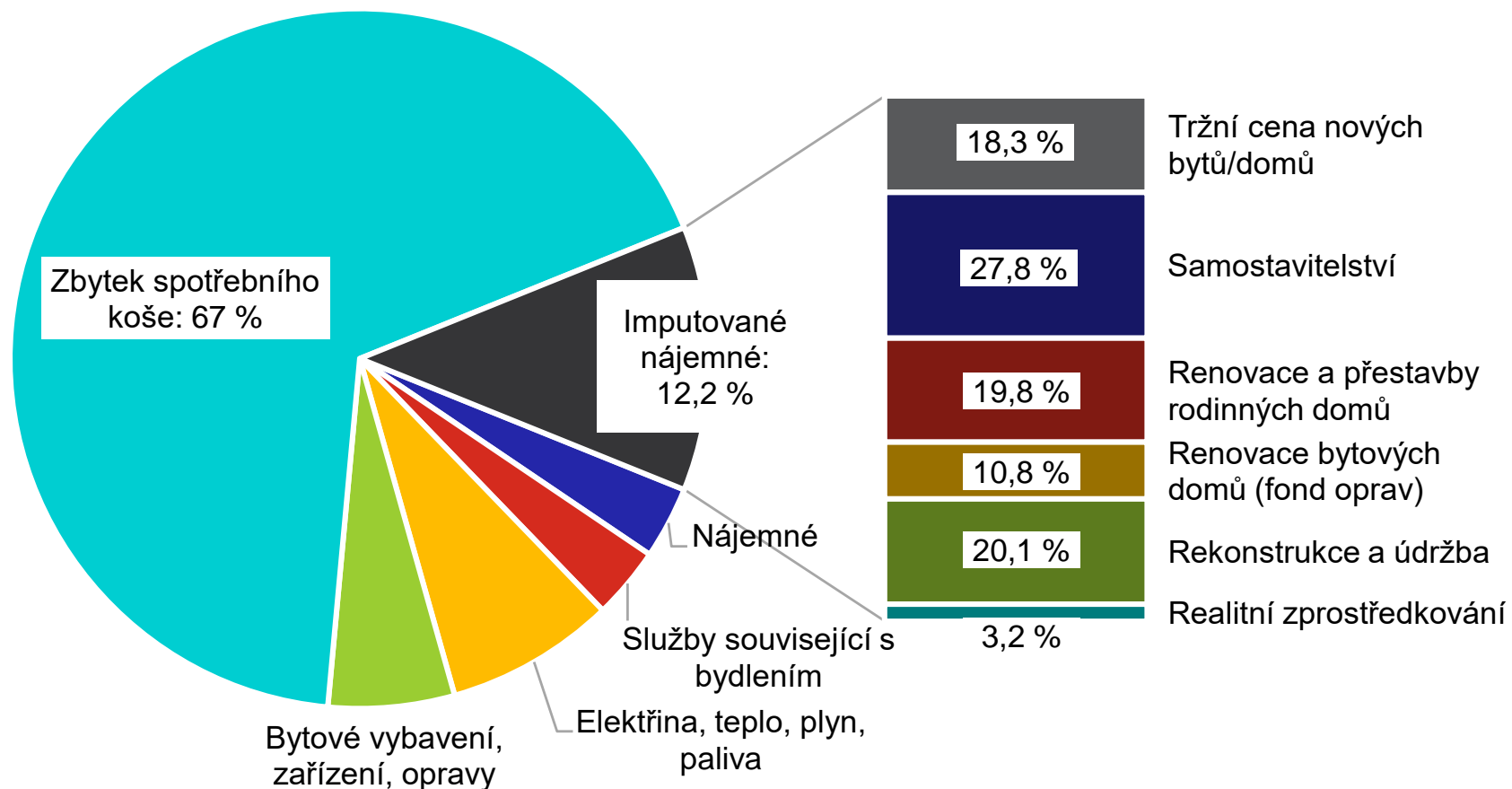
Když rostou ceny, můžu: a) Nakupovat méně (tzv. důchodový efekt); b) Nakupovat chytřeji a levněji: počkám na akci/výprodej, koupím levnější alternativu (tzv. substituční efekt)

Zveřejňovaná inflace spotřebního koše se substitučním efektem nepočítá:

ECOICOP	NAZEV	MĚRNÁ JEDNOTKA	VÁHA v %
E09.221	HUDEBNÍ NÁSTROJE		1,551015
E09.221.01	KYTARA ŠPANĚLSKÁ	1 ks	1,551015
E09.3	Ost. předměty pro rekreaci a volný čas vč. zahrad. a dom. zvířat		18,178005
E09.31	Hry, hračky a potřeby pro zájmovou činnost		3,529782
E09.311	HRY A POTŘEBY PRO ZÁJMOVOU ČINNOST		1,048892
E09.311.02	FOTOALBUM	1 ks	0,314668
E09.311.04	HRA PRO HERNÍ KONZOLI	1 ks	0,251734
E09.311.05	HRA PRO HERNÍ KONZOLI - internetový obchod	1 ks	0,482490
E09.312	HRAČKY A ZÁBAVNÍ PŘEDMĚTY		2,480890
E09.312.01	PANENKA Z PVC	1 ks	0,378021
E09.312.02	AUTO NA BATERII	1 ks	0,359039
E09.312.03	AUTO MECHANICKÉ	1 ks	0,253865
E09.312.04	STAVEBNICE TYPU LEGO	1 ks	0,237390
E09.312.05	SKLÁDANKA PUZZLE	1 ks	0,291829
E09.312.06	PLYŠOVÁ HRAČKA	1 ks	0,242983



## ... některým položkám ale neutěčeme



## Neexistuje jeden zdroj inflace, neexistuje jedna reakce měnové politiky

- Cílem tedy je, abychom měli v průměru 2% inflaci
- Co dělat, když se inflace začne od 2 % odchylovat? Záleží na důvodu!
- Pokud OPEC omezí produkci ropy a zdraží pohonné hmoty:
  1. Změní se cena na benzince = přímý vliv na inflaci, která bude 12 měsíců zvýšená, ale za rok a den klesne
  2. Zvýší se ceny dopravy, takže i výroby = nepřímý vliv na inflaci, který bude rozložený v čase, inflace bude zvýšená delší dobu
  3. Zvýšená inflace může zvýšit inflační očekávání, to zvýší mzdová očekávání, ovlivní mzdová vyjednávání, lidé budou mít víc peněz na utrácení = další inflace
- Různé zdroje inflačních šoků budou ekonomiku ovlivňovat různě dlouho a různou silou



# Jak centrální banka pozná, jaký šok přišel?

- Málokdy hned, často se zpožděním, někdy vůbec
- V létě 2021 po ukončení protipandemických opatření: pozorovali jsme silnou poptávku, nebo nedostatečnou nabídku?
- Určitě mix, ale dodnes přesně nevíme jaký
- Každá prognóza má bilanci rizik a nejistot: využití různých scénářů a simulací
- Důležitá role ekonomických analýz, expertního úsudku, bankovní rady

## Zpráva o měnové politice: podzim 2021

### Obsah

<b>SLOVO GUVERNÉRA</b>	<b>5</b>
<b>ROZHODNUTÍ, AKTUÁLNÍ VÝHLED A JEHO RIZIKA</b>	<b>6</b>
<b>I. ZAHRANIČNÍ EKONOMICKÝ VÝVOJ</b>	<b>8</b>
BOX 1 Vývoj inflačních očekávání v eurozóně	12
<b>II. REÁLNÁ EKONOMIKA A TRH PRÁCE</b>	<b>14</b>
<b>III. INFLACE</b>	<b>21</b>
BOX 2 Do jaké míry domácí poptávkové klima a trh práce ovlivňují aktuální růst spotřebitelských cen?	25
BOX 3 Odlišnosti v měření růstu spotřebitelských cen z pohledu národního konceptu (CPI) oproti harmonizovanému indexu EU (HICP)	27
<b>IV. MĚNOVÁ POLITIKA</b>	<b>29</b>
Scénář déletrvajících poruch globálních výrobních řetězců	35
Simulace pozvolnějšího růstu sazeb při různé míře ukotvenosti inflačních očekávání	40
Scénář fiskální restrikce v roce 2023	42
BOX 4 Transmise měnové politiky v české ekonomice	43
<b>SEZNAM ZKRATEK</b>	<b>47</b>
<b>KLÍČOVÉ MAKROEKONOMICKÉ INDIKÁTORY</b>	<b>48</b>



## Rizika a nejistoty

- Rizikově-orientovaný přístup: Co mohu v daný moment ovlivnit? Udělám větší makroekonomickou chybu, když zvýším/snížím sazby, nebo když je nechám nezměněné?
- Vždy záleží na kontextu, učebnicové poučky někdy moc zjednodušují
- Různé strategie, jak utáhnout měnové podmínky: „Matterhorn“ (rychle nahoru a rychle dolu) vs. „Říp“ (zvýšit mírně, držet delší dobu zvýšené)
  - Každé má svoje klady a zápory, např. „Říp“ je těžší na komunikaci, ale umožní lépe ovlivnit delší sazby v ekonomice
- Holubice vs. jestřábi: jak vyhodnocují rizika, jakým dávají větší váhu, jak vidí do různých sektorů ekonomiky



---

Procházka: březem stabilita,  
květen +0,25 p.b., červen  
stabilita, ...

Holubice, nebo jestřáb?





## Čím víc rizik a nejistot, tím víc úsudku

- Modely centrální bank nejlépe fungují s malými odchylkami cyklického charakteru od rovnovážného vývoje
- Šoky typu covid nebo následné přetížení výrobních a dodavatelských řetězců jsou jedinečné, je těžké předpovídat reakci ekonomiky
- Jeden z důvodů, proč je bankovní rada složená z lidí s různou expertízou: mohou dodat pohled „nad rámec“ prognózy
- Měnová politika se v případě silné nejistoty snaží být spíše kotvou a vyčkávat
- Krátká odbočka k makrobezřetnostní politice: Ta naopak s rostoucími nejistotami tvoří kapitálové polštáře a zpřísňuje limity, aby se předešlo kumulaci rizik v bilancích finančního sektoru



## Měnová vs. makrobezřetnostní politika

- Cenová vs. finanční stabilita: dva cíle, dvě sady nástrojů
- Ale makrobezřetnostní politika ovlivňuje i inflaci tím, že ovlivňuje tvorbu peněz bankami
- Rezervy:
  - Proticyklická kapitálová rezerva (2 %)
  - Kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika (neuplatňuje se)
  - Kapitálová rezerva pro jiné systémově významné instituce (0,5 – 2,5 %)
  - Bezpečnostní kapitálová rezerva (2,5 %)
  - Horní hranice úvěrových ukazatelů pro úvěry na bydlení LTV (80 %, resp. 90 %), DTI (neuplatňuje se od 1.1.2024), DSTI (neuplatňuje se)
- Rezervy se tvoří, když roste úvěrování, aby se mohly vyčerpat při problémech se splácením



# Proces tvorby prognózy a měnověpolitické rozhodování



# Měnová politika: střílení lukem ve větru na běžící cíl

12 – 18 měsíců

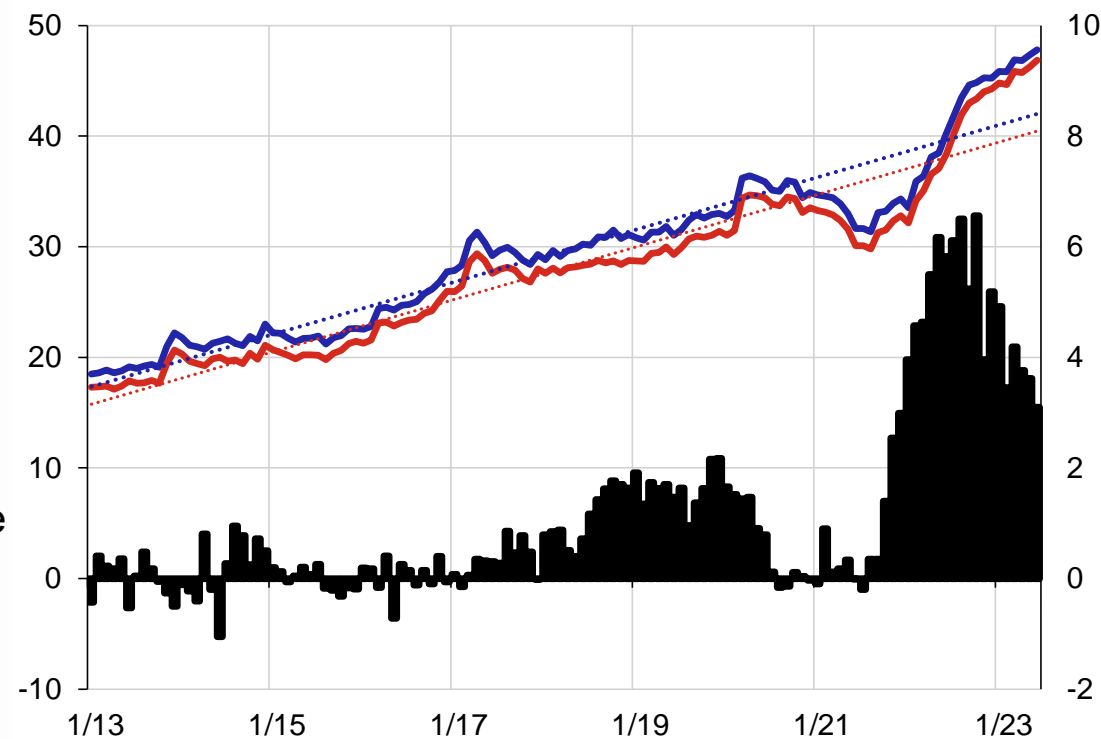


- Nastavení základní **úrokové sazby** reguluje tok financí v ekonomice
- **3 + 1 kanály** působení:
  - kurz, úroky, aktiva + očekávání
- Změna sazeb nejvíc působí za **12 – 18 měsíců**
- Příklady **transmise**:
  - Vysoké sazby zdražují úvěry, ale i zvyšují úročení vkladů
  - Silnější koruna zlevňuje dovozy, ale i zhoršuje pozici exportérů
- **Současná inflace jen výchozí bod**, ovlivňujeme inflaci za rok: Jak bude doma i ve světě?
  - Přicházející **data snižují nejistotu**
- Klíčová role **prognózy** (Zpráva o měnové politice)

## Aktuální téma: spontánní euroizace

- Vliv na transmisi české měnové politiky? Částečně.
- Eurový úvěr si může vzít jen podnik, který má v euru příjmy/výdaje, typicky exportéři a velké podniky
- Role kurzu koruny, kurzový transmisní kanál
- Silná koruna jako nástroj utažení měnových podmínek i tam, kde není takový přímý vliv domácích úrokových sazeb

### Podíl úvěrů podnikům v cizí měně od českých bank



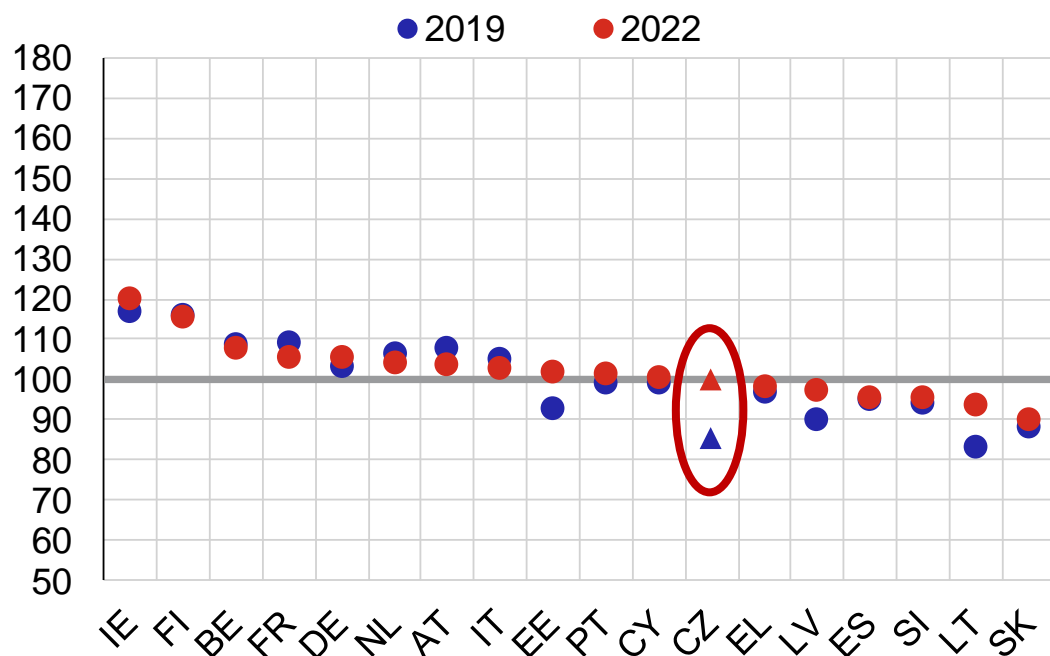
■ Úrok. diferenciál korunových a eur. sazeb (pravá osa)

— Podíl úvěrů v cizí měně

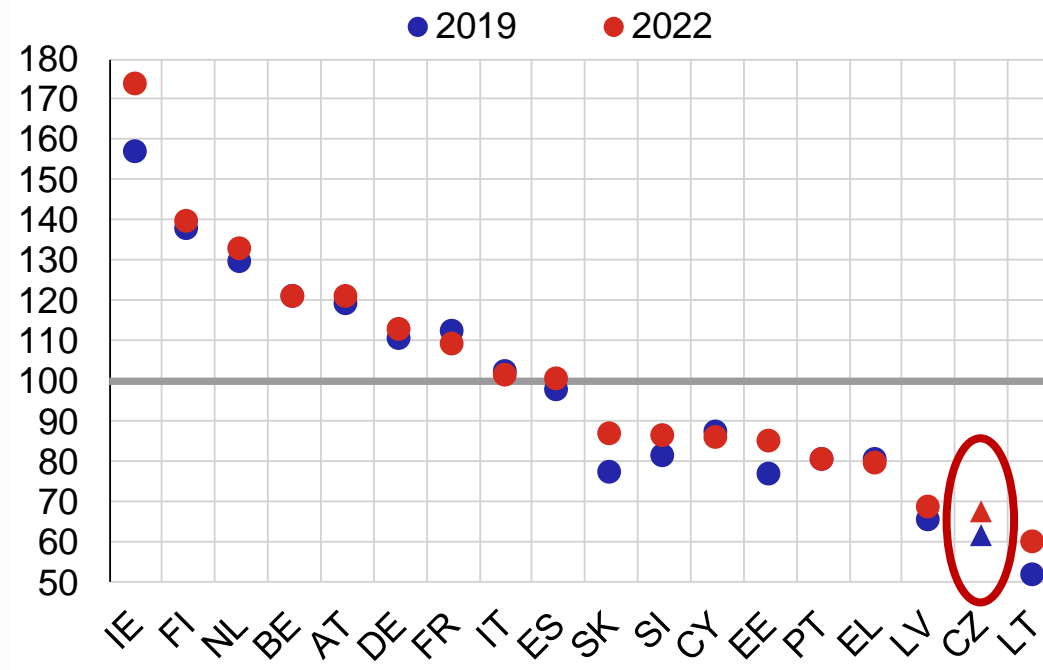
— Podíl úvěrů v eurech

## Vyšší inflace v nových členských zemích = skoková konvergence

Cenová hladina spotřebitelského zboží



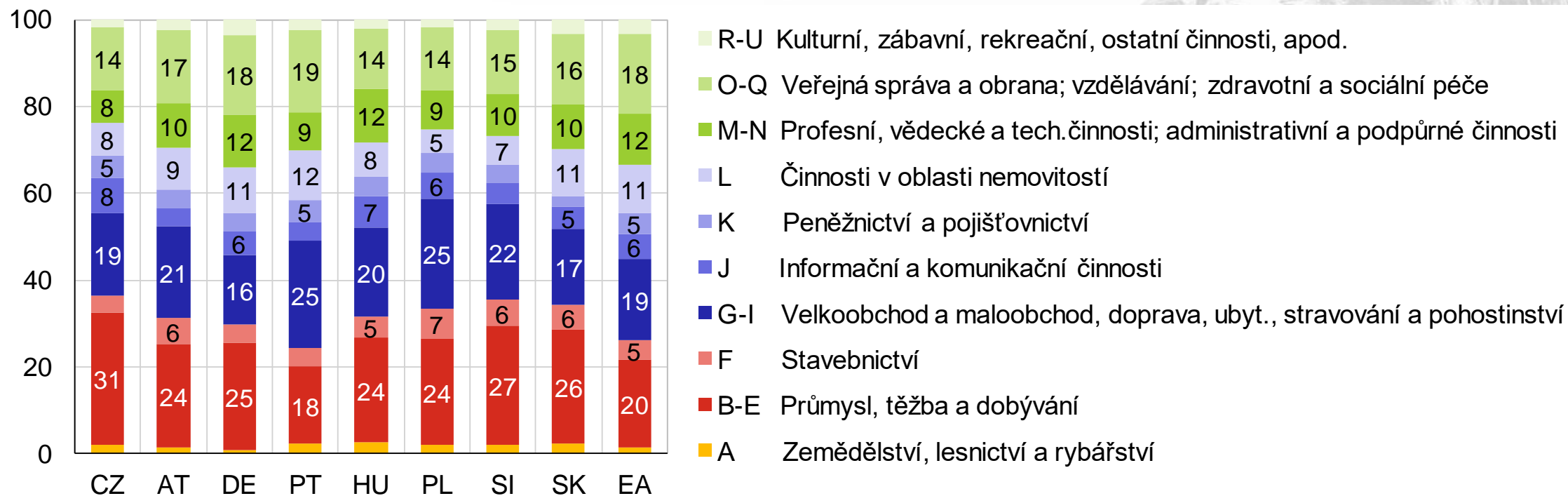
spotřebitelských služeb (průměr EA = 100)



## Česká republika dlouhodobě vykazuje vyšší podíl průmyslu na HDP oproti eurozóně

### Podíly ekonomických odvětví na přidané hodnotě

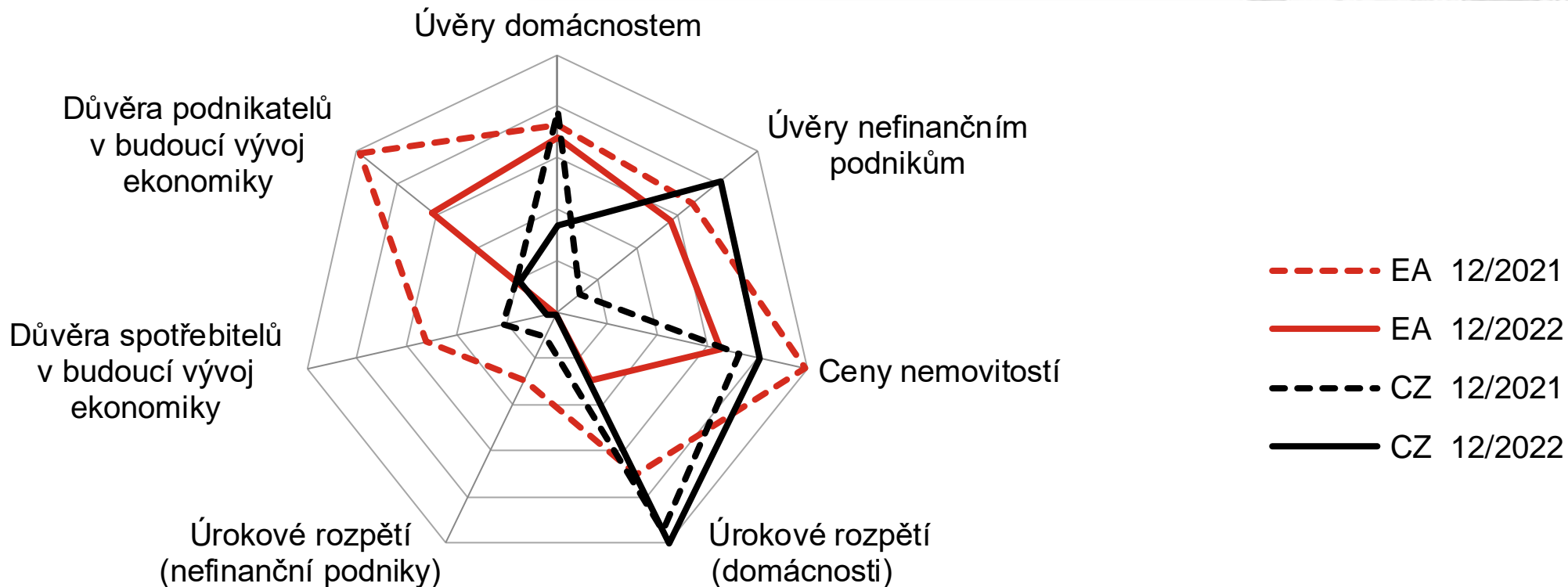
(2022, v %)





# Finanční cyklus ČR a eurozóny není úplně sladěný, přetrvává různá dynamika jednotlivých složek

Příspěvky jednotlivých složek k celkové výši zjednodušeného indikátoru finančního cyklu



---

## Ekonomická sladěnost vs. celkový pohled přínosů a nákladů přijetí eura

- Vláda ve spolupráci s ČNB pravidelně hodnotí tzv. připravenost České republiky na přijetí eura
- Připravenost nutně neznamena vhodnost a výhodnost
- Např. mimo analýzy stojí téma podmínek vstupu do ERM II (Bulharsko a Chorvatsko přinuceno vstoupit do bankovní unie už se vstupem do ERM II)
- ČNB: Analýzy sladěnosti
- ČNB + MF: Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou



---

## Projekt digitálního eura: hrozba, nebo příležitost?

- Do roku 2028 by mělo vzniknout digitální euro (CBDC)
- Možnost zapojit se pro země mimo eurozónu
- Cílem je zlepšit a zefektivnit platební styk, zejména přeshraniční, a vytvořit platformu podporující inovace
- Výhody pro centrální banky: posílení konkurence (čti: omezení vlivu amerických karetních společností), udržení měnové suverenity (ve světě stablecoinů, nebo třeba někdy v budoucnu digitálního dolaru)
- Výhody pro uživatele: ???
- Jak přitáhnout kritickou masu uživatelů, aby se systém s nízkými poplatky užíval?
- Digitální euro jako referendum o přijetí eura



## Závěr? Spíš začátek!

- Ekonomické prostředí se neustále mění
- Myslíme si, že už jsme zažili všechno? Vždy přijde něco nového!
- Často se říká, že měnová politika je kombinace vědy a umění
- Nejistota při interpretaci pozorovaných dat, nejistota při prognóze budoucnosti, nejistota ohledně transmise změn měnové politiky do budoucí inflace
- A to je ještě zahaleno nejistotou o tom, jak tohle všechno efektivně komunikovat, abychom vše vysvětlili a nikoho nepřekvapovali

(Obrázek vytvořený pomocí modelu DALL-E v ChatGPT zobrazuje centrálního bankéře obklopeného chaotickým prostředím, které symbolizuje nejistotu, které čelí.)



Díky za pozornost

