



**100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY**  
**...OSLAVTE JE S NÁMI**



# 20 let cílování inflace:

„Módní doktrína“, nebo zlatý věk v naší 100leté měnové historii?

**Tomáš Holub**

Člen bankovní rady

Senát PČR, 16. října 2019



# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI



## Motivace

- Klaus, Weigl (2013): „ČNB stále zůstává obětí **módní** (i když už zase ne tak moc), **ale zcela mylné doktríny cílování inflace.**“
- ČNB (2018): „**Úspěšné provádění měnové politiky v režimu cílování inflace** zajistilo snížení vysoké inflace na úroveň běžnou ve vyspělých zemích. Následně se tento režim dokázal vyrovnat i s velmi reálnou hrozbou zhoubné deflace v podmínkách vleklé domácí recese, a to díky využití kurzu jako dalšího nástroje k uvolnění měnové politiky.“
- Moody's (2019): „On the positive side, the **Czech Republic benefits from independent and high-quality monetary policy...**“

**Názory na měnový režim ČNB se nadále různí...**



# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

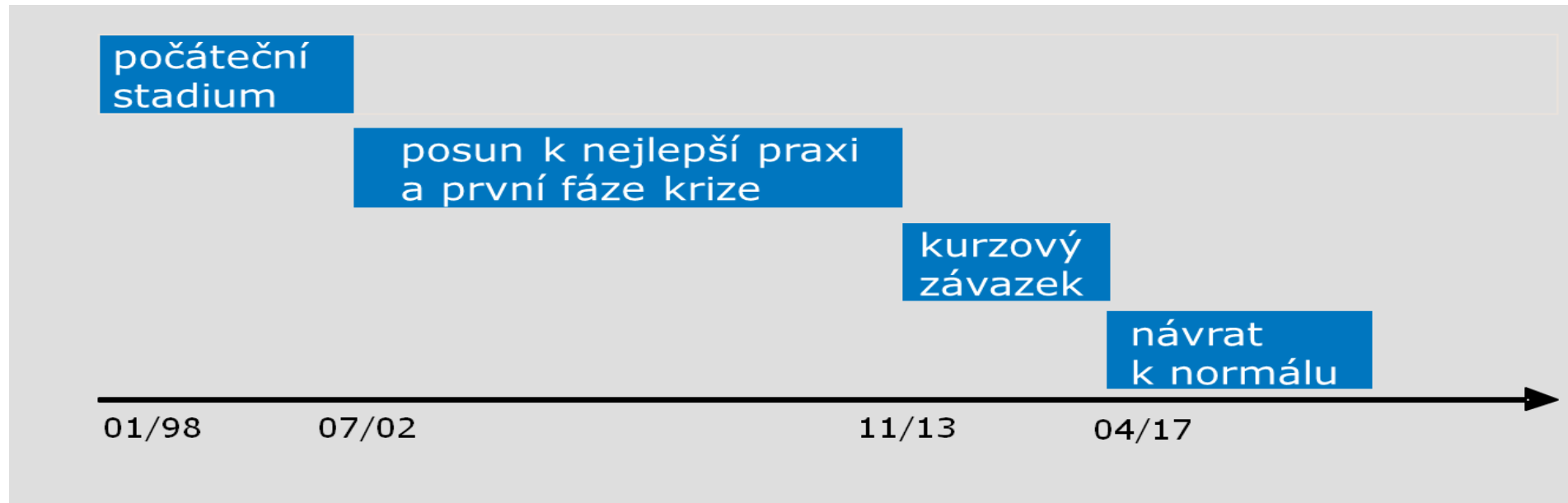


## Plán prezentace

1. Čtyři etapy českého cílování inflace
2. Evoluce z hlediska cílů pro inflaci a jejich naplňování
3. Vývoj de facto kurzového režimu
4. Rozvoj prognostických nástrojů
5. Zvyšování transparency
6. Závěrečné zamyšlení



## 1. Čtyři etapy českého cílování inflace



**Tento režim prošel výrazným vývojem, zejména ve své druhé etapě. Do značné míry unikátní je zkušenost z období kurzového závazku.**



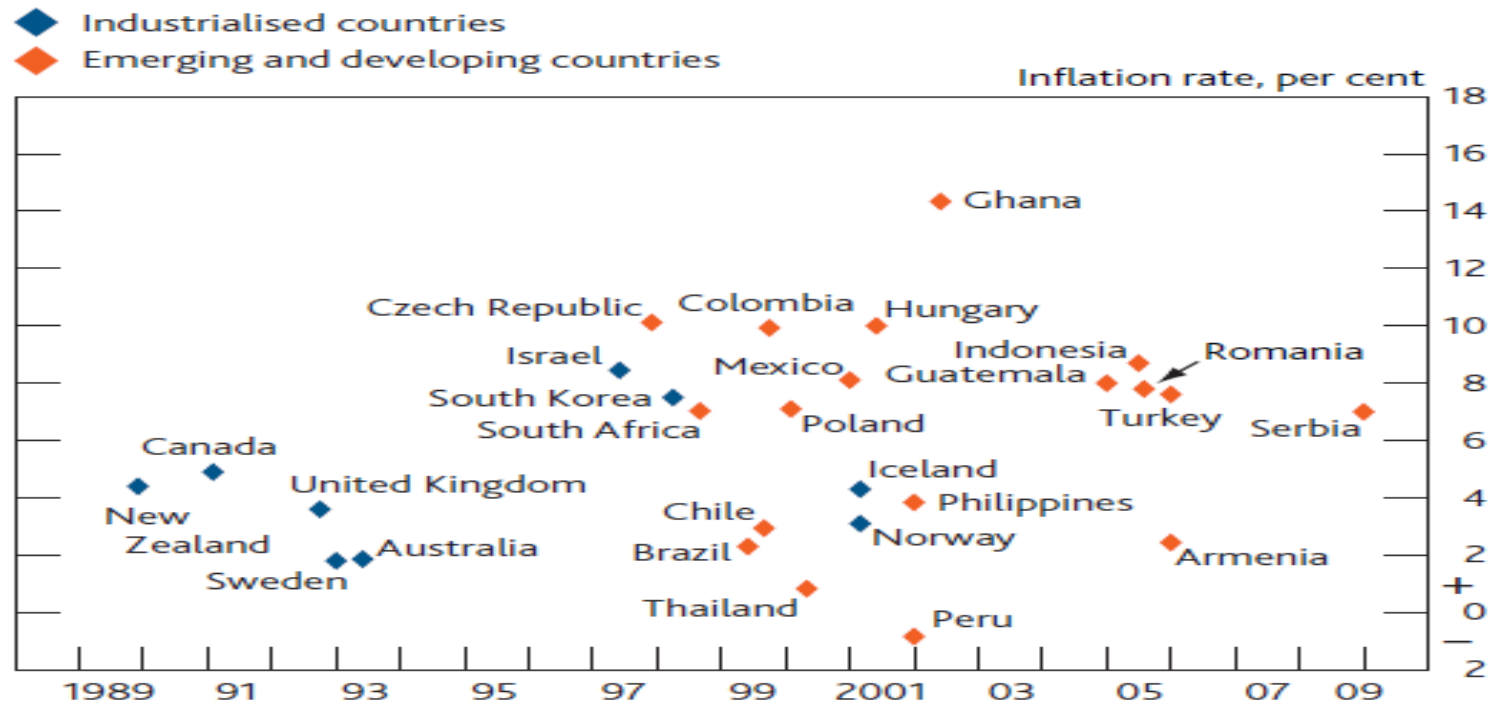
# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

## 1. Čtyři etapy českého cílování inflace

(První dvě dekády cílování inflace ve světě)

Zdroj: Hammond (2012)



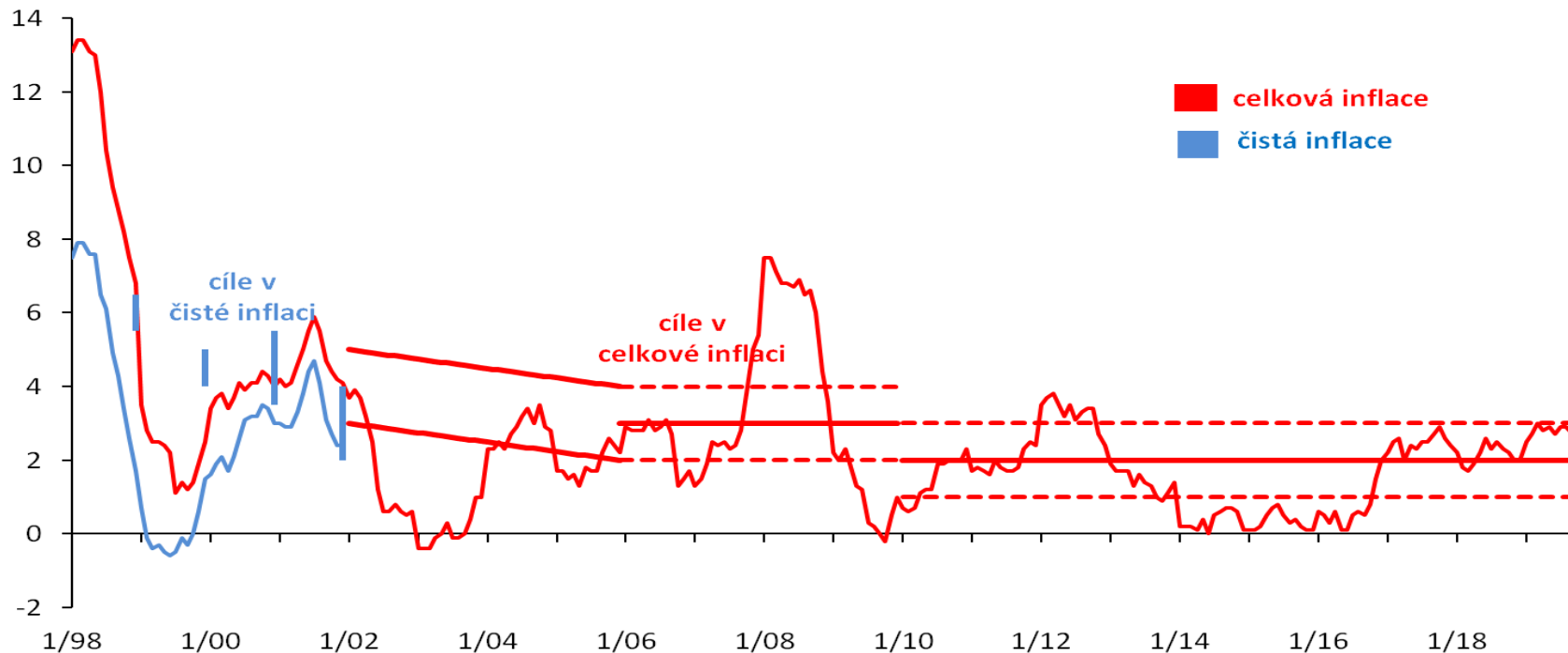
ČR zavedla cílování inflace jako první rozvíjející se ekonomika k dosažení nízké inflace.



# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

## 2. Evoluce z hlediska cílů a jejich naplňování



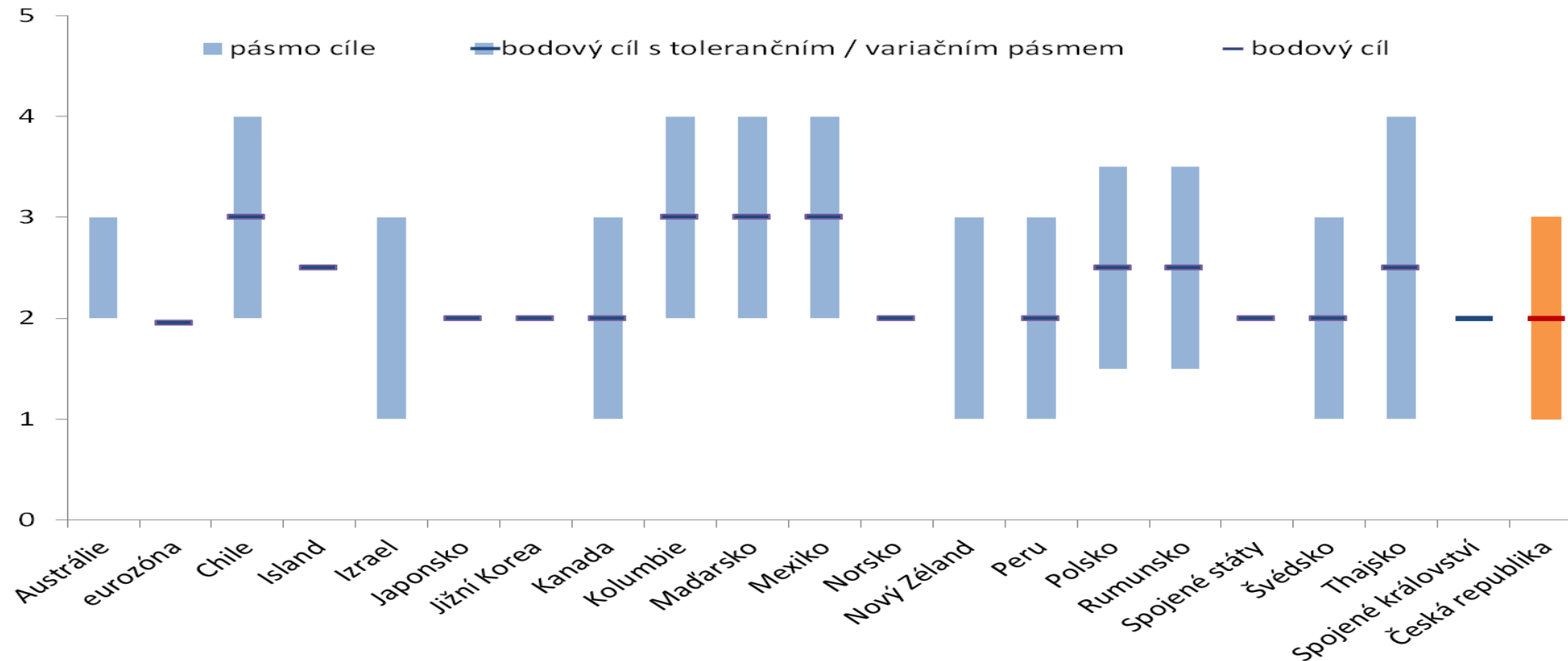
**Definice inflačních cílů byla zpočátku nestandardní.  
Aktuálně ČNB sleduje 2% bodový cíl pro celkovou inflaci.**



# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

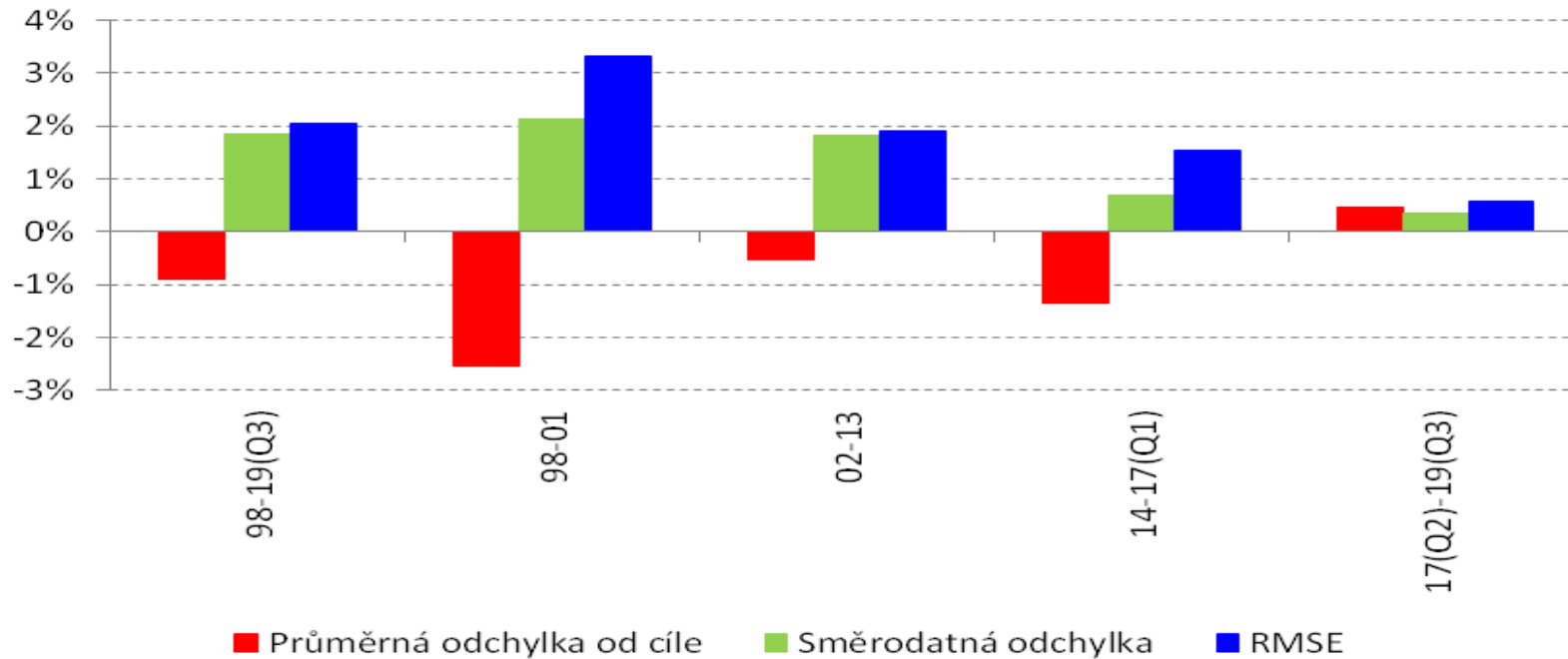
## 2. Evoluce z hlediska cílů a jejich naplňování (Srovnání cílů pro inflaci ve světě)



**2% cíl pro inflaci představuje standard pro vyspělé země.**



## 2. Evoluce z hlediska cílů a jejich naplňování (Statistiky plnění cílů ČNB pro inflaci)



Úspěšnost z hlediska naplňování cílů pro inflaci se v čase zlepšila.



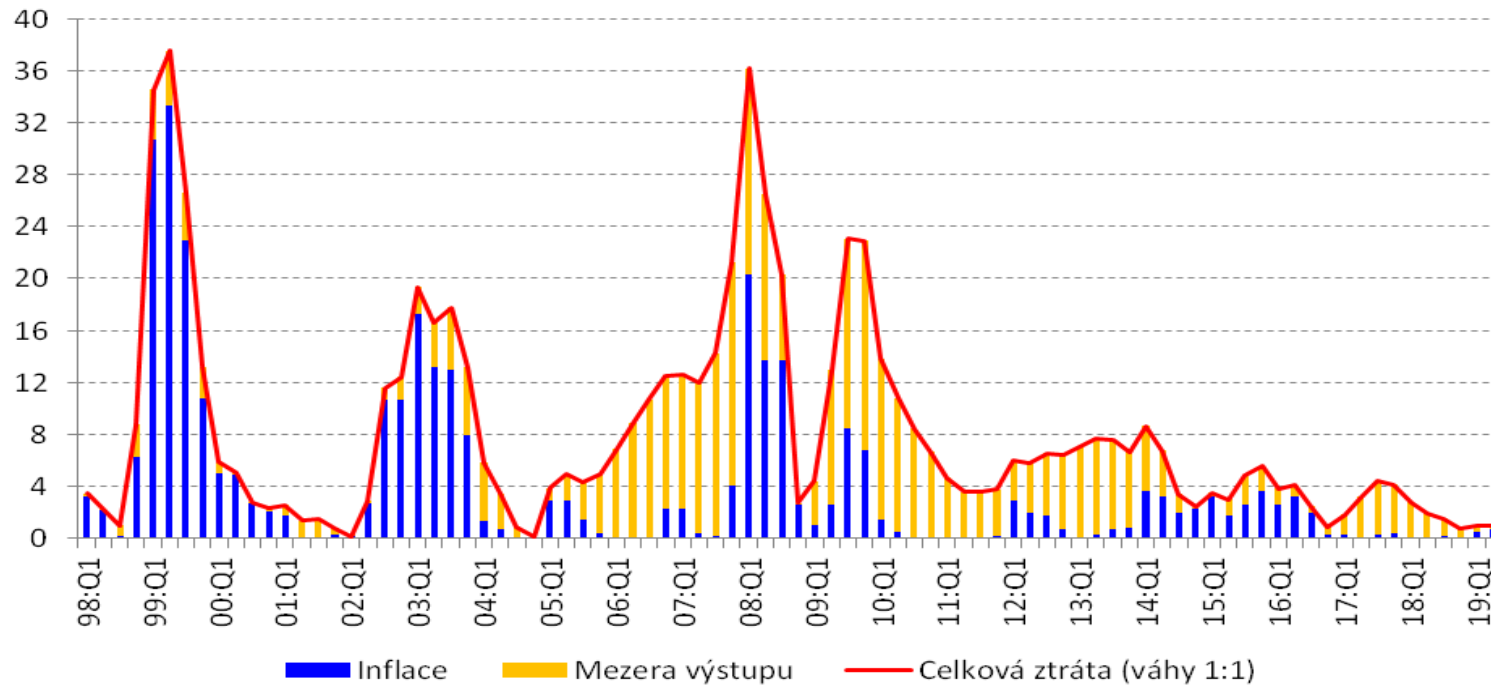


# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI



## 2. Evoluce z hlediska cílů a jejich naplňování (Hodnocení optikou teoretické ztrátové funkce)



V minulosti ČNB čelila několika náročným obdobím, poslední roky jsou z pohledu (flexibilního) cílování inflace úspěšné.

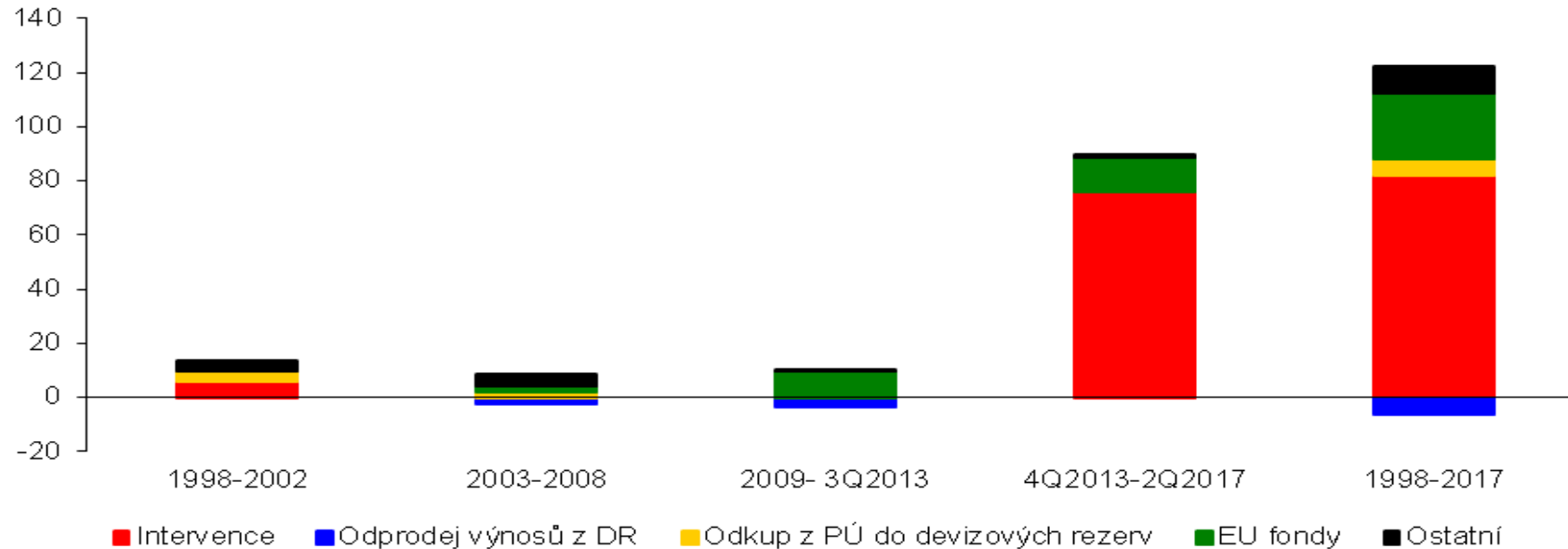


# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

## 3. Vývoj de facto kurzového režimu

(Devizové operace ČNB v letech 1998–2017; mld. EUR)

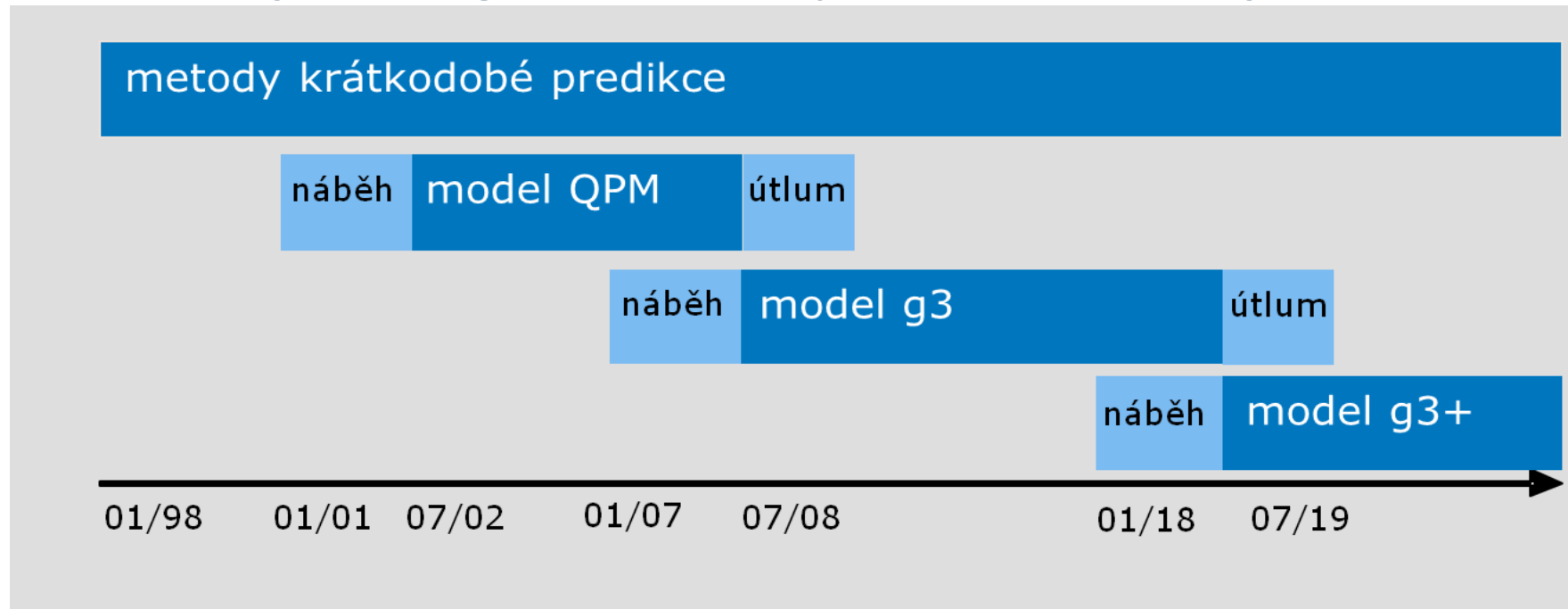


**Standardní devizové intervence byly používány v letech 1998–2002.**

**Během kurzového závazku byl měnový kurz nekonvenčním nástrojem.**



## 4. Rozvoj prognostických nástrojů

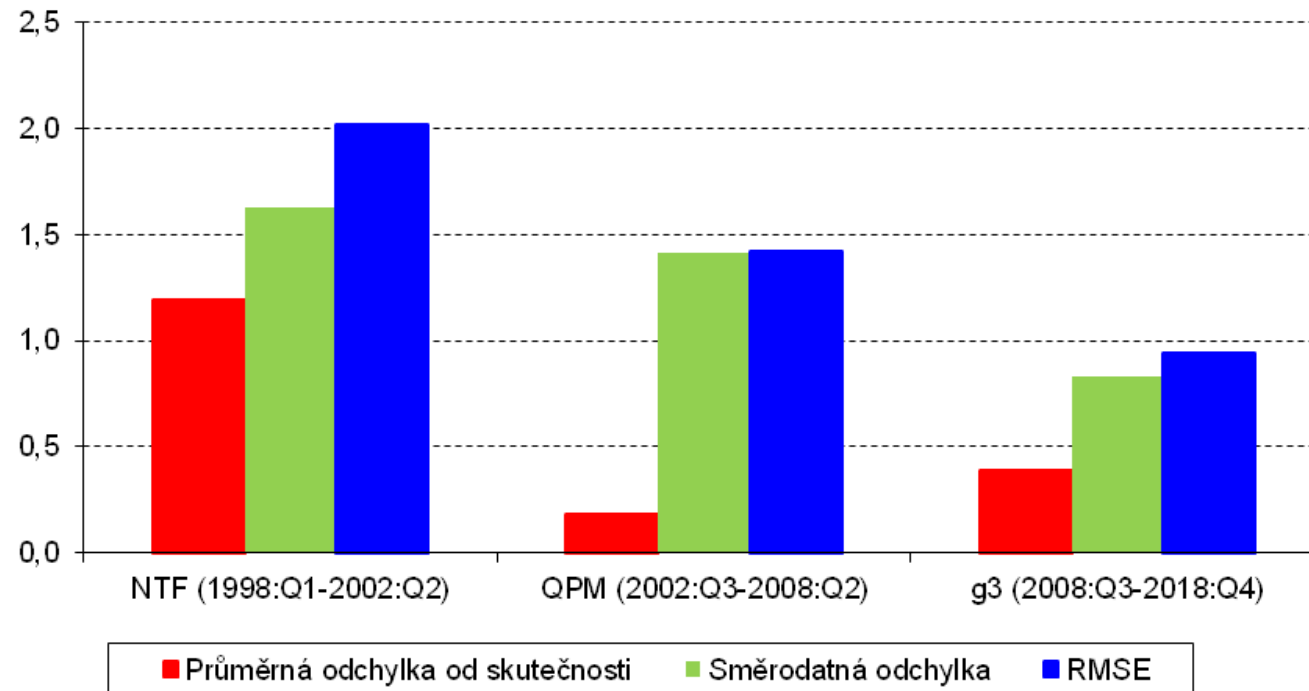


**Přelomovým momentem bylo zavedení modelu QPM v roce 2002.**  
**Aktuálně používaný DSGE model g3+ odpovídá nejlepší světové praxi.**



## 4. Rozvoj prognostických nástrojů

(Statistiky naplňování prognóz ČNB pro inflaci v ročním horizontu)



Úspěšnost prognóz inflace na ročním horizontu vzrostla.



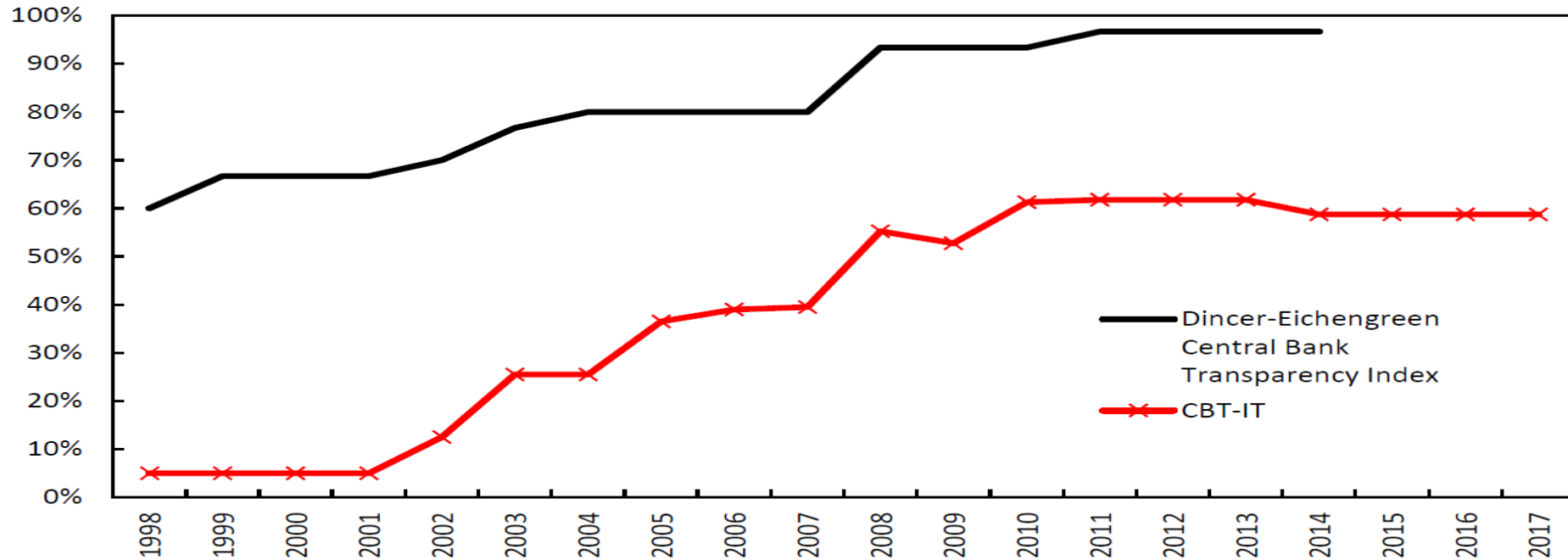
# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

## 5. Zvyšování transparency

(Hodnoty indexů transparency měnové politiky ČNB)

Zdroj: Al-Mashat a kol. (2018)



Dle indexu D-E patří ČNB mezi 3 nejtransparentnější centrální banky na světě.

K nárůstu otevřenosti došlo zejména mezi lety 2002 a 2010.

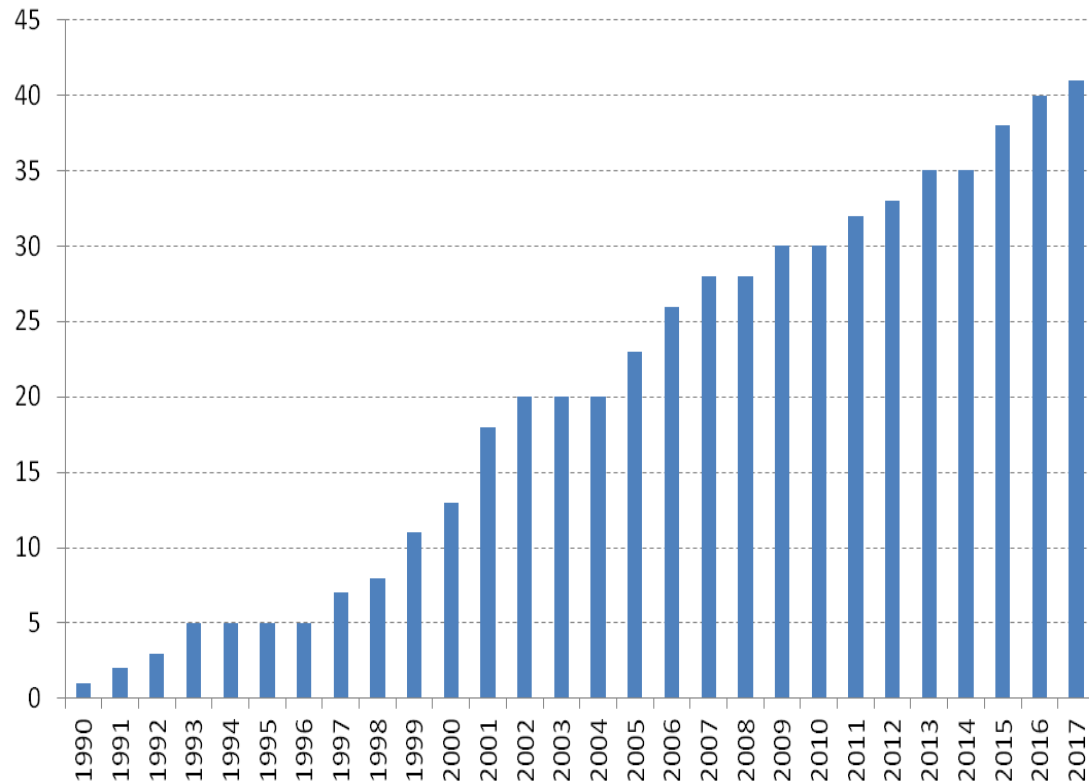


# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI

## 6. Závěrečné zamyšlení

(Počet zemí cílujících inflaci)



- V návaznosti na globální krizi žádná země neopustila režim cílování inflace.
- Počet zemí s tímto režimem naopak setrvale roste.
- Tento režim tedy **přečkal test velké globální krize** (na rozdíl od meziválečného zlatého standardu).
- Diskutovány jsou jeho modifikace, nikoli nahrazení něčím zcela jiným.

**Zdá se tedy, že jde o hodně „nadčasovou módu“.**



# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI



## 6. Závěrečné zamyšlení

- Český režim cílování inflace **pokrývá již více než pětinu naší stoleté měnové historie.**
- Jde o tedy delší údobí než legendární meziválečné debaty o pojetí měnové politiky.
- Tento režim **prošel výrazným pozitivním vývojem** z rozvalin předchozího fixního kurzu (v kombinaci s prvky cílování peněžní zásoby) **až k nejlepší světové praxi.**
- Stejně tak i meziválečné snahy o přistoupení ke zlatému standardu lze chápat jako úsilí o dosažení toho, co bylo považováno za nejlepší praxi ve 20. letech.
- Na rozdíl od standardu zlaté devizy přečkalo cílování inflace **globální krizi, na niž zatím reaguje dalších evolučním vývojem** (nekonvenční nástroje, finanční stabilita apod.).
- Přes výrazná dilemata naší současné měnové politiky **si aktuálně „užíváme“ nejlepší výsledky cílování inflace od jeho zavedení.**

**Zlatý věk české měnové politiky  
není ze zlata ani stříbra, nýbrž z práce  
na postupné kultivaci režimu cílování inflace.**



# 100 LET ČESKO-SLOVENSKÉ KORUNY

...OSLAVTE JE S NÁMI



## Tomáš Holub

Člen bankovní rady

[tomas.holub@cnb.cz](mailto:tomas.holub@cnb.cz)