

# 20 LET CÍLOVÁNÍ INFLACE 1998–2018

Na začátku roku 2018 uběhlo dvacet let od zahájení cílování inflace v České republice. V průběhu této doby došlo k výrazným změnám podoby tohoto režimu měnové politiky. Postupně se zdokonalovaly prognostické nástroje a způsob jejich použití v rozhodování bankovní rady. Současně se zvyšovala komunikační otevřenost České národní banky. Největší výzvou pro režim cílování inflace byla světová finanční a ekonomická krize, která těžce dopadla na českou ekonomiku a která ve svých důsledcích vedla k zavedení tzv. kurzového závazku. V této publikaci rekapitulujeme měnovou politiku České národní banky v uplynulých dvaceti letech a její vliv na domácí ekonomický vývoj.

## Počáteční roky cílování inflace (1998–2005)

Cílování inflace bylo zvoleno jako režim měnové politiky poté, co byla Česká národní banka (dále jen ČNB) nucena v květnu 1997 opustit fixní měnový kurz a do té doby používané cílování peněžní zásoby nebylo schopné ukotvit inflační očekávání rozjitřená měnovými turbulencemi. Cílování inflace v té době využívalo jen několik vyspělých centrálních bank, navíc jen po poměrně krátkou dobu. Česká republika byla první transformující se zemí, která přijala tento režim za účelem snížení inflace a její stabilizace na nízkých úrovních obvyklých ve vyspělých státech.

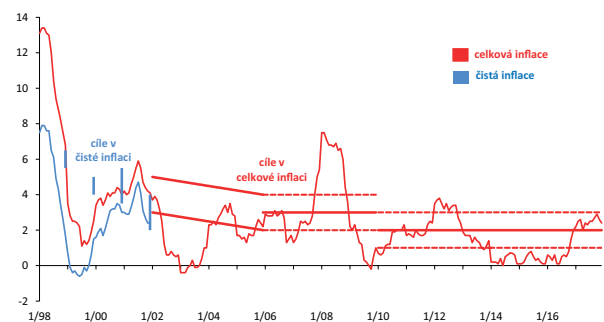
Nový rámec měnové politiky poskytl ekonomice nominální kotvu v podobě jasně stanoveného cíle pro inflaci, resp. pro tempo dezinflačního procesu, a tím přispěl k ukotvení inflačních očekávání. Charakteristikou cílování inflace je, že měnověpolitická rozhodnutí jsou vpředhledící, což znamená, že nastavení nástrojů měnové politiky se odvíjí od prognózy budoucího vývoje inflace. Skutečnost, že makroekonomická prognóza je postavena na solidním a vnitřně konzistentním rámci, podstatně zvyšuje důvěryhodnost, srozumitelnost a předvídatelnost měnové politiky.

První inflační cíle ČNB byly stanoveny pro tzv. čistou inflaci. Ta je podmnožinou celkové spotřebitelské inflace, od které se liší tím, že nezahrnuje administrativní vlivy, tedy vývoj regulovaných cen a primární dopady změn nepřímých daní. Hlavním důvodem pro cílování čisté inflace byla v té době panující značná nejistota ohledně tempa a rozsahu uvolňování regulovaných cen a úprav nepřímých daní, tedy položek, které měnová politika neovlivňuje. Čistá inflace zachycovala cenový vývoj více než 80 % spotřebního koše, a byla tak v dané době považována za dostatečně

reprezentativní. Plnění cílů bylo směřováno k poslednímu měsíci v roce, a to v rámci stanoveného intervalu.

K významné změně formátu cílování inflace došlo od počátku roku 2002, kdy byly cíle pro čistou inflaci nahrazeny cíli pro celkovou spotřebitelskou inflaci. Protože je celková inflace pro veřejnost srozumitelnější, cíle nastavené pro tento ukazatel mají větší schopnost ukotvovat inflační očekávání. Další změnou bylo stanovení průběžných inflačních cílů, které měly podobu postupně klesajícího pásma. Velmi mírný sklon pásma (z 3 až 5 % v roce 2002 na 2 až 4 % v roce 2005) svědčil o preferenci jen pozvolné dezinflace.

Obrázek 1: Inflační cíle a jejich plnění



Cílování inflace bylo ČNB od samého počátku pojímáno jako „flexibilní“. To znamená, že inflační cíl nemusí být za určitých okolností dočasně plněn. Takovým důvodem mohou být vybrané ekonomické šoky, protože případná snaha centrální banky navracet inflaci příliš rychle k cíli by vyústila v nežádoucí výkyvy hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. Takové situace byly ošetřeny předem ohlášenými výjimkami. Pokud ekonomický šok spadající do výjimek odchýlil inflaci od cíle, ČNB na prvotní dopady tohoto šoku nereagovala a tolerovala přechodné odchýlení prognózy a následně i budoucí inflace od cíle. Šoků, které vytvářejí prostor pro uplatnění takovéto výjimky, je teoreticky celá řada. ČNB však v uplynulých dvaceti letech využívala výjimky převážně v souvislosti se změnami nepřímých daní a v některých případech i v souvislosti s prudkými výkyvy světových cen ropy.

Pokud jde o prognózy budoucího vývoje inflace a dalších ekonomických veličin, ČNB v prvních letech cílování inflace používala – stejně jako naprostá většina centrálních bank v té době – prognostický rámec, který předpokládal stabilitu úrokových

sazeb a měnového kurzu. Takto sestavené (tzv. podmíněné) prognózy inflace nezachycovaly nejpravděpodobnější budoucí vývoj, ale hypotetickou situaci, která by nastala při neměnnosti úrokových sazeb a kurzu po celé prognózované období. Prognóza tak v případě prognózované odchylky inflace od cíle dávala signál o směru potřebné změny v nastavení sazeb, nikoliv však o žádoucí velikosti této změny. Další slabou stránkou tehdejšího prognostického aparátu byla skutečnost, že mu chyběl dobře definovaný střednědobý rámec uvažování v podobě provázanosti vývoje všech klíčových veličin, dobré představy o jejich rovnovážných hodnotách, jasně zachyceného transmisního mechanismu měnové politiky a aktivní role centrální banky. Prognóza byla totiž založena na analýze dostupných (a v té době velmi krátkých) časových řad a na expertním úsudku.

Tyto nedostatky odstranila ČNB v létě 2002, když začala používat sofistikovanější a vnitřně konzistentní makroekonomický model nazývaný QPM (Quarterly Projection Model). Ten opustil předpoklad neměnnosti úrokových sazeb a kurzu a jejich budoucí vývoj prognózoval společně s ostatními veličinami. Vpředhledící charakter tohoto modelu spolu s předpokladem aktivní role centrální banky znamenal, že se prognóza inflace ve střednědobém období zpravidla nacházela v blízkosti inflačního cíle. V modelu obsažené pravidlo pro nastavení úrokových sazeb totiž poskytovalo informace o trajektorii budoucího vývoje sazeb konzistentní s prognózou, která měla zajišťovat plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky. To je období v budoucnosti (rok až rok a půl vzdálené), kam nejvíce dopadne současné opatření měnové politiky, a na které zaměřuje měnová politika svou pozornost při nastavování úrokových sazeb v současnosti. Takto postavený modelový rámec tak ukazoval nejen žádoucí směr změny úrokových sazeb, ale i rozsah této změny. Současně s přechodem na tento nový strukturální model byla do procesu tvorby prognózy intenzivně zapojována bankovní rada, a to diskuzí s ekonomickými experty banky o počátečních podmínkách, předpokladech, vyznění a rizicích prognózy.

Významnou roli v režimu cílování inflace hraje také komunikace a otevřenost centrální banky, a proto se ČNB intenzivně snažila o zlepšení i v této oblasti. Vedle publikací, které byly zveřejňovány od samotného začátku cílování inflace (Zpráva o inflaci, která obsahuje aktuální prognózu ČNB, záznamy z jednání bankovní rady, které shrnují hlavní měnověpolitické argumenty a úvahy členů bankovní rady), docházelo s postupem času k dalšímu postupnému prohlubování otevřenosti ČNB. V polovině roku 2000 začal být v záznamech zveřejňován poměr hlasování členů bankovní rady o nastavení úrokových sazeb. Od roku 2002 je pravidelně po skončení jednání bankovní rady pořádána tisková konference a od závěru roku 2004 se konají i pravidelná setkání s ekonomickými analytiky ze soukromé sféry.

Přechod k cílování inflace se odrazil i v právní úpravě mandátu ČNB: péči o stabilitu české měny v pozici jejího hlavního cíle nahradila od roku 2002 péče o cenovou stabilitu. ČNB se při naplňování takto definovaného poslání soustřeďuje na stabilitu spotřebitelských cen, podobně jako většina centrálních bank se stejným mandátem a s režimem cílování inflace. Stabilitou cen se přitom v souladu s teoretickými poznatky i praxí vyspělých zemí rozumí nikoli neměnnost cen, nýbrž jejich mírný a stabilní růst. V zákoně je od roku 2001 také stanoveno, že pokud tím není dotčen její hlavní cíl, ČNB podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.

Pokud jde o plnění inflačních cílů, v prvních letech nového režimu docházelo většinou k jejich „podstřelování“ (Obrázek 1). Příčinou byla kombinace neočekávaných vnějších protiinflačních

šoků (nízké ceny potravin, ropy a dalších komodit, nečekaně rychle zpevňující koruna, menší než předpokládané změny nepřímých daní a uvolňování regulovaných cen) a nedokonalosti predikčního aparátu. Většina prognóz očekávala vyšší inflaci, než která ve skutečnosti nastala. Mírně protiinflační hodnocení rizik prognóz ze strany bankovní rady a tomu odpovídající rozhodnutí ohledně nastavení úrokových sazeb nestačilo odchylku skutečnosti od prognóz plně kompenzovat. To vyústilo v inflaci, která se pohybovala spíše pod inflačními cíli ČNB. Podstřelování cílů bylo obzvláště výrazné v letech 1999 a 2003, kdy došlo v několika vlnách k nečekanému a prudkému zpevňování kurzu koruny k euru. V souhrnu koruna v tomto období posílila o více než 20 %, a to navzdory příležitostným intervencím ČNB. Jedním z důvodů tohoto posílení byl příliv zahraničního kapitálu při privatizaci státního majetku. Podrobné důvody případného neplnění inflačního cíle, resp. předchozích prognóz inflace ČNB od července 2003 veřejně uvádí na čtvrtletní bázi ve Zprávě o inflaci.

## Období pokročilého cílování inflace (2006–2013)

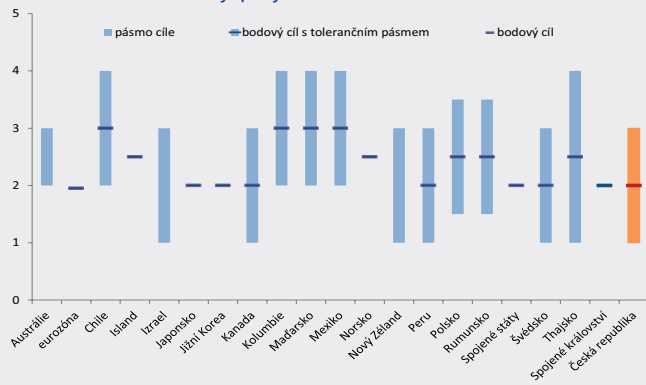
Spolu s tím, jak postupovala deregulace cen a jak se daňový systém blížil standardu vyspělých zemí, docházelo ke snižování příspěvku administrativních faktorů k růstu cen. Došlo ke stabilizaci cenového vývoje a již nebyla zapotřebí další dezinflace. Počínaje rokem 2006 proto ČNB začala cílovat stabilní výši inflace v podobě 3% meziročního růstu spotřebitelských cen. Bodový cíl má oproti předchozímu cílování pásma pro inflaci výhodu v tom, že ještě lépe ukotvuje inflační očekávání všech subjektů v ekonomice. Centrální banka se totiž s použitím svých nástrojů snaží, aby budoucí inflace byla na zvoleném horizontu měnové politiky blízko cíli (pokud situace nevyžaduje použití dočasných institutů výjimek z plnění cíle). Pro ekonomické subjekty proto bodový inflační cíl představuje dobrý odhad inflace ve střednědobém horizontu.

Neznamená to však, že inflace je po většinu času v těsné blízkosti takto definovaného cíle. Časté nečekané události způsobují, že se inflace ve větší či menší míře od bodového cíle odchyluje. Přestože měnová politika na tyto šoky reaguje a snaží se o to, aby bylo v budoucnu bodového inflačního cíle dosaženo, není schopna inflaci navrátit k cíli okamžitě. Proto ČNB spolu s novým bodovým cílem definovala i tzv. toleranční pásmo o šíři jednoho procentního bodu oběma směry, které tuto nejistotu v dosahování inflačního cíle odráží.

Od roku 2010 byl takto definovaný bodový inflační cíl snižen na 2 %, opět s tolerančním pásmem +/- jeden procentní bod. Tím se inflační cíl ČNB dostal na úroveň obvyklou v nejvyspělejších zemích světa (Box).

Spolu se snižováním cíle docházelo k dalšímu zdokonalování predikčního aparátu. V roce 2008 ČNB jako jedna z prvních centrálních bank na světě zavedla do pravidelné prognostické praxe „jádrový“ model spadající do skupiny dynamických stochastických modelů všeobecné rovnováhy. Stejně tak se zlepšovaly expertní znalosti ekonomů ČNB, které hrají důležitou roli při sestavování prognóz ČNB. Postupem času byl standardizován proces tvorby prognózy, včetně diskuzí s bankovní radou o jejich předpokladech, vyznění a rizicích. Tím byla dále posílena stěžejní role, kterou prognostický proces hraje v podpoře měnověpolitického rozhodování bankovní rady.

Box: Inflační cíle ve vyspělých zemích



Většina vyspělých zemí interpretuje cenovou stabilitu jako mírný a stabilní růst cen. Inflační cíle se pohybují mezi 2 a 3 %. Některé centrální banky mají cíl stanoven čistě jako bodovou hodnotu, jiné mají okolo této hodnoty pásmo a existují rovněž banky, které mají cíl stanoven jen v podobě pásma.

Zároveň se dále zvyšovala otevřenost měnové politiky ČNB. Počínaje květnem 2007 začal být na internetových stránkách ČNB zhruba s hodinovým odstupem od tiskové konference zveřejňován její zvukový záznam a od prosince 2009 i její video záznam. Od roku 2008 ČNB zveřejňuje jmenovité hlasování členů bankovní rady a v podobě vějířového grafu také trajektorii úrokových sazeb, která je konzistentní s prognózou. Od roku 2009 pak ČNB začala zveřejňovat rovněž prognózovanou trajektorii kurzu koruny vůči euru. Tyto změny posunuly ČNB mezi skupinu nejotevřenějších centrálních bank s režimem cílování inflace a současně dále posílily důvěryhodnost, srozumitelnost a předvídatelnost její měnové politiky.

Obrázek 2: Jednání bankovní rady



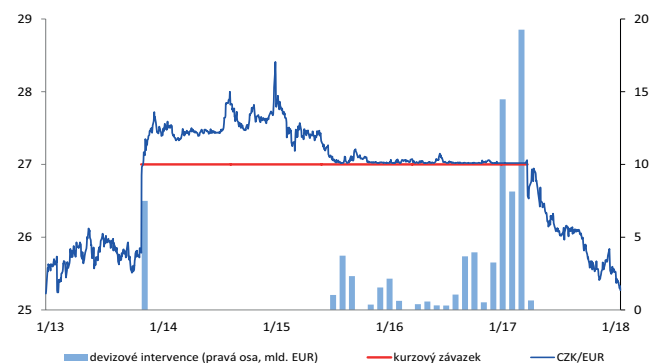
Inflace v letech 2006–2013 zůstala velmi kolísavá, za čímž stály domácí i zahraniční faktory. Od roku 2008 se jednalo zejména o dopady světové finanční a následně ekonomické krize a od roku 2010 o efekty dluhové krize v eurozóně. Navzdory tomuto vývoji nebyla ČNB v tomto období nucena intervenovat na devizovém trhu, neboť pohyb kurzu koruny měl na inflaci spíše stabilizační vliv. Výrazné krátkodobé „nadsťření“ inflačního cíle v roce 2008 bylo v podmínkách mírně se přehřívající ekonomiky a trhu práce zesíleno výrazným uvolněním regulovaných cen, zvýšením nepřímých daní a rychlým růstem cen potravin. V průměru však inflace v tomto období byla blízko cíle. Na dopady vypuknuvší světové finanční a ekonomické krize v podobě hluboké hospodářské recese reagovala ČNB jako jedna z prvních bank na světě a se snižováním úrokových sazeb započala již v létě 2008. Vlivem obnovené vleklé recese se pak sazby v roce 2012 začaly blížit k nulové dolní hranici.

## Využívání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky (2013–2017)

Již tak omezený prostor pro další potřebné uvolňování měnové politiky se vyčerpal počátkem listopadu 2012. Tehdy bankovní rada ČNB snížila svoji klíčovou úrokovou sazbu na 0,05 %, tedy na tzv. technickou nulu. Současně s poklesem úrokových sazeb se ČNB zavázala, že na této hladině budou úrokové sazby ponechány tak dlouho, jak bude potřeba. Tím se prakticky vyčerpal prostor pro další uvolňování měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb. ČNB proto od podzimu 2012 sdělovala, že je připravena použít ostatní nástroje, bude-li třeba měnovou politiku dále uvolnit. Po důkladném zvážení banka za tímto účelem vybrala měnový kurz, přičemž o své připravenosti k jeho použití s předstihem komunikovala. Kurz jako nástroj dalšího uvolnění měnové politiky je pro Českou republiku, která je malou otevřenou ekonomikou s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru, vhodnější než například nákup státních dluhopisů.

Prognóza z podzimu 2013 signalizovala, že hospodářská recese a útlum na trhu práce odeznívají jen velmi pomalu a že jejich protiinflační dopady spolu s poklesem cen surovin a energií povedou k dalšímu snižování inflace až do záporných hodnot. Nečinnost měnové politiky by podle provedených analýz vedla k posílení kurzu koruny a k tomu, že by podniky i domácnosti dále odkládaly svou spotřebu a investice, což by zbrzdilo či úplně zastavilo počínající oživení. Česká ekonomika se tak mohla ocitnout v začarovaném kruhu, nazývaném deflačně-recesní spirála, ze kterého by byla jen velmi těžká a zdlouhavá cesta ven. K odvrácení rizika tohoto nepříznivého vývoje bylo podle prognózy zapotřebí razantně uvolnit měnovou politiku. V listopadu 2013 proto ČNB rozhodla začít využívat kurz koruny jako další nástroj k potřebnému uvolnění měnové politiky a přijala závazek udržovat kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 korun za euro.

Obrázek 3: Kurzový závazek ČNB



Po vyhlášení kurzového závazku koruna s přispěním devizových intervencí ČNB oslabila nad požadovanou úroveň (Obrázek 3). ČNB jasně deklarovala svou připravenost intervenovat bez jakýchkoliv časových nebo objemových omezení, čímž si kurzový závazek rychle vydobyl vysokou kredibilitu. Až do léta 2015 se pak koruna nacházela nad úrovní závazku ve výši 27 CZK/EUR bez potřeby intervencí ČNB. Kvantitativní uvolňování ze strany ECB a pokračující příznivý vývoj domácí ekonomiky však vyvolaly v létě 2015 tlak na posílení koruny až k hladině kurzového závazku. Počínaje červencem 2015 tak ČNB v případě potřeby intervenovala proti posílení kurzu pod hladinu závazku.

Oslabení kurzu významně přispělo k ekonomickému oživení, které nastalo v roce 2014. Vedle uvolněné měnové politiky se na obratu v domácím ekonomickém vývoji podílely i oživení zahraniční

poptávky a ukončení restriktivního působení domácí fiskální politiky. Spotřeba domácností i investice začaly růst, poklesla míra nezaměstnanosti a zlepšila se ekonomická nálada spotřebitelů i podnikatelů. Obnovený ekonomický růst a zlepšení situace na trhu práce vedly od konce roku 2014 ke zvýšení jádrové inflace nad úroveň 1 %. Těto hodnoty přitom jádrová inflace dosahovala naposledy před vypuknutím světové finanční a hospodářské krize. Avšak celková inflace se až téměř do konce roku 2016 držela v blízkosti nulových hodnot. Důvodem bylo prohloubení deflačních tendencí v eurozóně a pokles světových cen ropy a dalších komodit. ČNB ale od prvotních protiinflačních dopadů pozitivního nabídkového šoku spojeného s propadem světových cen ropy odhlížela, a proto nedošlo k posunu úrovně kurzového závazku na slabší hladinu. Bylo však zapotřebí několikrát prodloužit jeho minimální délku trvání za původně předpokládaný počátek roku 2015.

Na konci roku 2016 nastal rychlý nárůst inflace k 2% inflačnímu cíli ČNB poté, co odeznělo protiinflační působení dovozních cen a pokračovalo zvyšování cenových tlaků z robustně rostoucí domácí ekonomiky. Zrychlování meziročního růstu spotřebitelských cen pokračovalo i v prvních měsících roku 2017, kdy inflace překročila 2% cíl ČNB. Za těchto podmínek již nebylo třeba nadále udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky, což začátkem dubna 2017 ČNB umožnilo závazek ukončit. Bankovní rada při ukončení závazku konstatovala, že došlo k naplnění podmínek pro udržitelné plnění dvouprocentního inflačního cíle do budoucna. Tímto krokem bylo ukončeno více než tříleté období, během něhož ČNB poprvé ve své historii použila k dosažení svého zákonného mandátu nekonvenční nástroj. Celkově ČNB během kurzového závazku nakoupila do svých devizových rezerv téměř 76 mld. eur.

K úspěšnému průběhu a ukončení kurzového závazku přispěla otevřená komunikace ČNB ohledně důvodů jeho přijetí, délky jeho trvání a podmínek pro jeho ukončení. Bankovní rada ČNB veřejně sdělovala jak minimální dobu platnosti závazku, tak pravděpodobné načasování jeho ukončení. Současně v reakci na počáteční kritickou mediální reakci ČNB dále zvýšila svoji transparentnost a komunikační aktivitu při vysvětlování měnové politiky, která je vedle tradiční odborné obce nyní intenzivněji zacílena též na laickou veřejnost. Konkrétně ČNB v průběhu trvání kurzového závazku zavedla prohlášení bankovní rady tlumočené guvernérem na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání. Vedle toho začala ČNB publikovat shrnutí Zprávy o inflaci s menším odstupem od měnového jednání a rovněž termín setkání s analytiky finančního trhu posunula na dřívější termíny. Navíc ČNB spustila svůj blog (a posléze i videoblog) pro zveřejňování příspěvků členů bankovní rady i svých odborníků.

Finanční krize ukázala, že jakkoliv úspěšná měnová politika není zárukou souběžného plnění dalšího mandátu centrálních bank, kterým je udržování finanční stability. I proto se ČNB zařadila do skupiny centrálních bank, které v reakci na finanční krizi začaly aktivně provádět makrobezpečnostní politiku a které intenzivně diskutují a ve svém rozhodování zohledňují složité vazby mezi měnovou a makrobezpečnostní politikou.

## Návrat ke konvenční měnové politice (2017 a dále)

Ukončení kurzového závazku bylo prvním krokem k návratu celkových měnových podmínek k normálu. Dalším krokem bylo odpoutání úrokových sazeb od jejich nulové dolní hranice. K tomu došlo v srpnu 2017, kdy bankovní rada zvýšila klíčovou úrokovou sazbu na 0,25 %. Další zvýšení úrokových sazeb následovalo v listopadu 2017 a v únoru 2018. ČNB se tak v této fázi hospodářského cyklu stala první centrální bankou ze zemí Evropské unie, která ke zvyšování úrokových sazeb přistoupila. Došlo k tomu v podmínkách rychlého ekonomického růstu, který se projevoval silicím napětím na trhu práce a souvisejícím rychlým mzdovým růstem. Inflace zůstávala v horní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle. Také zahraniční vývoj indikoval rostoucí optimismus. Snižování uvolněnosti měnových podmínek tak bylo nutnou podmínkou pro dosažení inflačního cíle v budoucnosti a současně vítaným návratem zpět k normálním, tedy nenulovým úrovním úrokových sazeb.

Ukončení kurzového závazku proběhlo z hlediska kurzového vývoje hladce, a to navzdory široce rozšířenému – ze strany ČNB však nesdílenému – očekávání, že koruna prudce posílí. Kurz od dubna 2017 do počátku roku 2018 zpevnil jen relativně mírně a plynule. Takto poklidný vývoj si proto nevyžádal žádné intervenční zásahy ze strany ČNB. K tomu zřejmě přispěl i značný objem kapitálu, který do české ekonomiky připlynul před ukončením závazku s vidinou kurzového zisku. Uzavírání korunových pozic těchto finančních investorů v období po ukončení závazkuspolu s tím, že se domácí vývozci zajistili proti kurzovému riziku před koncem závazku, bránilo výraznějšímu posílení kurzu.

## Co přineslo cílování inflace

Zkušenost ČNB s režimem cílování inflace je do jisté míry unikátní. Česká republika byla první ze zemí střední a východní Evropy, která přijala cílování inflace v podmínkách transformující se ekonomiky za účelem snížení inflace z vysokých úrovní a její následné stabilizace.

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.

V průběhu let docházelo k rozvoji a vylepšování predikčního aparátu ČNB, zdokonalování jejích rozhodovacích mechanismů a ke zvyšování otevřenosti její komunikace na poli měnové politiky. ČNB je tak v současnosti jednou z nejvyspělejších a nejtransparentnějších centrálních bank na světě a stala se v tomto ohledu příkladem i pro jiné centrální banky.

**Česká národní banka je přesvědčena, že svojí měnovou politikou zaměřenou na plnění svého hlavního zákonného mandátu – dosažení a udržení cenové stability – přispěla v uplynulých dvaceti letech ke stabilitě české ekonomiky a k růstu životní úrovně jejích obyvatel.**