

UNIVERZITA PALACKÉHO V OLMOUCI  
FILOZOFICKÁ FAKULTA

KOMPARACE CÍLŮ MĚNOVÝCH POLITIK VYBRANÝCH  
CENTRÁLNÍCH BANK VE VZTAHU K VYBRANÝM UKAZATELŮM

**Diplomová práce**

**Autor:** Bc. Kateřina Žoldová

**Vedoucí:** doc. Ing. Richard Pospíšil, Ph.D.

Olomouc 2020

## **Prohlášení**

Místopřísežně prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma: „*Komparace cílů měnových politik vybraných centrálních bank ve vztahu k vybraným ukazatelům*“ vypracovala samostatně pod odborným dohledem vedoucího diplomové práce a uvedla jsem všechny použité podklady a literaturu.

V Olomouci dne. ....

Podpis. ....

## **Poděkování**

Chtěla bych poděkovat panu doc. Ing. Richardu Pospíšilovi, Ph.D. za odborné vedení mé diplomové práce, za jeho cenné rady a vstřícnost. Zároveň děkuji své rodině a svému příteli za jejich podporu.

# Obsah

Úvod.....	6
<b>1 Měnová politika .....</b>	<b>7</b>
1.1 Obecně o měnové politice.....	7
1.2 Cíle měnové politiky.....	8
1.3 Nástroje měnové politiky .....	12
1.3.1 Nepřímé nástroje měnové politiky.....	12
1.3.2 Přímé nástroje měnové politiky .....	20
1.4 Transmisní mechanismus.....	22
1.5 Transparentnost a kredibilita.....	24
<b>2 Ukazatele sledované v rámci měnové politiky .....</b>	<b>26</b>
2.1 Časová zpoždění v měnové politice .....	26
2.2 Měnová rovnováha a poruchy rovnováhy.....	27
2.2.1 Inlace.....	28
2.2.2 Deflace .....	31
2.3 Prognóza jako podklad pro rozhodování centrálních bank.....	31
2.4 Indikátory měnové politiky .....	33
<b>3 Měnová politika České národní banky .....</b>	<b>34</b>
3.1 Cíl měnové politiky ČNB .....	34
3.2 Nástroje měnové politiky ČNB.....	36
3.3 Kurzový závazek 2013–2017 .....	38
3.4 Ekonomická situace vs. stanovený cíl .....	42
<b>4 Definice cílů měnových politik vybraných centrálních bank.....</b>	<b>44</b>
4.1 Evropská centrální banka .....	44
4.2 Americký Fed.....	45
4.3 Britská Bank of England.....	45
4.4 Novozélandská Reserve Bank of New Zealand .....	46

4.5	Kanadská centrální banka .....	47
4.6	Švýcarská centrální banka.....	48
4.7	Švédská Riksbank.....	49
4.8	Maďarská centrální banka.....	49
4.9	Norská Norges Bank.....	50
4.10	Polská centrální banka.....	50
4.11	Centrální banka Japonska .....	51
4.12	Australská Reserve Bank of Australia .....	52
4.13	Komparace cílů .....	52
4.14	Vyhodnocení.....	57
	<b>Závěr .....</b>	<b>60</b>
	<b>Summary .....</b>	<b>61</b>
	<b>Seznam pramenů a použité literatury .....</b>	<b>62</b>
	<b>Internetové zdroje a prameny .....</b>	<b>63</b>
	<b>Seznam grafů.....</b>	<b>67</b>
	<b>Seznam tabulek .....</b>	<b>68</b>
	<b>Seznam použitých zkratk .....</b>	<b>69</b>

## Úvod

Měnová politika centrální banky je nedílnou součástí hospodářské politiky státu a má tedy podstatný vliv na ekonomickou situaci dané země. Centrální banky sledují stanovený cíl a podnikají všechny potřebné kroky k jeho dosažení. Nízká a poměrně stabilní inflace je v současné době téměř samozřejmostí, stejně tak umírněné úrokové sazby či stabilní měnový kurz. O to víc jsou však jakékoliv výkyvy od tohoto normálu bedlivě sledovány a k centrálním bankám se ubírá veškerá pozornost, jelikož mohou svými nástroji v rámci měnové politiky tyto výkyvy výrazně zmírnit a přispět tak k lepší ekonomické situaci.

K tomu ve většině případů také dochází a centrální banky jsou ve svých krocích úspěšné, přestože mnohdy využívají různých měnověpolitických režimů a mohou mít své hlavní cíle definovány rozdílně. Otázkou tak je, zda má tento rozdílný způsob definování cílů nějaký vliv na dosažené výsledky v rámci měnové politiky. Cílem práce je pak komparace těchto cílů měnových politik vybraných centrálních bank za účelem nalezení takového způsobu definování hlavního cíle, díky kterému lze v rámci měnové politiky dosáhnout nejlepších výsledků.

Diplomová práce je rozdělena do dvou částí, z nichž první představuje teoretické východisko pro samotnou komparaci. První kapitola představí měnovou politiku v obecné rovině a objasní její cíle, nástroje a transmisní mechanismus. Druhá kapitola se bude zabývat ukazateli, které centrální banky sledují v rámci měnové politiky a díky kterým je možné určit, jak úspěšně ji provádějí.

Druhá část se pak zabývá již samotným definováním cílů měnových politik a jejich vzájemným srovnáním. České národní bance je věnována celá třetí kapitola, kde bude kromě analýzy jejího cíle podrobněji představena i její měnová politika. Čtvrtá kapitola je poté věnována dalším dvanácti významným centrálním bankám a jejich cílům měnových politik. Následně dojde ke komparaci a vyhodnocení výsledků.

Při zpracování diplomové práce bude užito převážně deskriptivní metody, pro vyhodnocení pak bude stěžejní metoda komparativní a analytická.

# 1 Měnová politika

Následující kapitola pojednává o měnové politice v obecné rovině. Pozornost je zaměřena především na cíle měnové politiky a také na vymezení nástrojů, kterými jsou jednotlivé cíle dosaženy. Podrobněji je také popsán transmisní mechanismus, který představuje celý proces měnové politiky. Kapitola se okrajově zabývá i transparentností monetární politiky a kredibilitou centrální banky.

## 1.1 Obecně o měnové politice

Měnová politika je jedním ze tří pilířů hospodářské politiky státu s tržní ekonomikou. Společně s politikou rozpočtovou (fiskální) a politikou obchodní se tak podílí na řešení úkolů a dosahování cílů hospodářské politiky a svým působením ovlivňuje všechny subjekty ekonomiky, jak stát, tak i firmy a domácnosti.<sup>1</sup>

Měnovou politiku můžeme v nejširším pojetí chápat jako „*vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat vývoj množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů.*“<sup>2</sup> Považujeme-li za takový subjekt centrální banku, nalezneme i přímočařejší definici. V podstatě se tedy jedná o „*proces, ve kterém se centrální banka prostřednictvím svých nástrojů snaží o dosažení předem stanovených cílů.*“<sup>3</sup>

Centrální banka má k dispozici řadu měnových nástrojů, které však nevedou k dosažení stanovených cílů přímo, ale působí nejprve na různé ekonomické veličiny, které až posléze ovlivní dosažení stanoveného cíle. K dosažení cílů tedy dochází zprostředkovaně a tento řetězec kauzálních vztahů se nazývá transmisní mechanismus. Obecné schéma transmisního mechanismu je tvořeno měnověpolitickými nástroji působícími na operativní a zprostředkující kritérium, pomocí kterých je poté dosaženo konečného cíle měnové politiky. Účinnost transmisního mechanismu závisí na tom, do jaké míry je centrální banka schopna svými nástroji ovlivnit operativní kritérium a je podmíněna také existencí stabilních nebo alespoň dopředu odhadnutelných vazeb mezi

---

<sup>1</sup> POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 5.

<sup>2</sup> REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 67.

<sup>3</sup> REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 321.

vývojem operativního a zprostředkujícího kritéria a následně mezi zprostředkujícím kritériem a konečným cílem.<sup>4</sup>

Centrální banky provádí měnovou politiku a sledují své vytyčené cíle pomocí celé řady nástrojů. Ty lze členit z různých hledisek, například podle frekvence jejich používání či rychlosti jejich implementace. Nejčastěji se však setkáváme se členěním na nástroje přímé (tržní) a nepřímé (administrativní).<sup>5</sup>

Cíle měnové politiky bývají obvykle stanoveny zákonem o centrální bance a jejich vymezení může být různé. Za nejčastěji volený konečný cíl bývá považována stabilita cenové hladiny. Mezi další cíle, které si centrální banka může zvolit, patří i vysoká míra zaměstnanosti, podpora hospodářského růstu, stabilní měnový kurz či rovnováha platební bilance. Centrální banka si může stanovit více než jeden cíl, riskuje však, že zvolené cíle nebudou vzájemně kompatibilní a je možné, že alespoň v krátkém časovém období tak nebude schopna některý z těchto cílů plnit.<sup>6</sup>

I tato skutečnost, neschopnost plnit zvolený cíl, pak může značně ohrozit kredibilitu centrální banky, přičemž společně s transparentností měnové politiky je kredibilita centrální banky nezbytná pro úspěšné provádění měnové politiky a plnění stanovených cílů.<sup>7</sup>

## 1.2 Cíle měnové politiky

Jak již bylo zmíněno, cíle měnové politiky mohou být vymezeny v různé šíři a jejich stanovení je většinou závislé na zákonu o centrální bance. Za konečný cíl měnové politiky si centrální banka může zvolit cenovou stabilitu, vysoký růst HDP (ekonomický růst), stabilní měnový kurz, vysokou zaměstnanost, stabilní úrokové sazby či vyrovnanou platební bilanci. Na počátku 60. let mezi ekonomy převládal názor, že jsou centrální banky schopny plnit tyto cíle zároveň. Nyní jsou ekonomové toho názoru, že by se centrální banky měly zaměřit na jediný cíl, a to dosažení cenové stability. V teoretickém výčtu všech možných cílů je tak prakticky právě cenová stabilita tím nejvíce využívaným.<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 70.

<sup>5</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 30.

<sup>6</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 321-323.

<sup>7</sup>Tamtéž, s. 335.

<sup>8</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 426.



Pokud si centrální banka při realizaci své měnové politiky zvolí více než jeden cíl, může tak čelit klíčovému problému v podobě nekompatibility zvolených cílů. Z historie je patrné, že snaží-li se centrální banka o dosažení jednoho cíle, krátkodobě tím ohrožujeme dosažení ostatních cílů, a tudíž tak v krátkém období není možné najít dva cíle, které by byly absolutně kompatibilní. Znamenalo by to tedy, že alespoň krátkodobě by tak některý z cílů nebyl vědomě plněn, což by snižovalo kredibilitu centrální banky. Centrální banka může například zvýšit úrokové sazby jako protiinflační opatření. Tento krok může vyvolat příliv kapitálu ze zahraničí a tím tak dojde k tlaku na zhodnocení domácí měny. Pokud by se centrální banka zároveň snažila udržet pevný měnový kurz, a to za pomoci devizových intervencí, mělo by to na stabilitu cenové hladiny opačný efekt, než jaký byl zamýšlen.<sup>9</sup>

Stanoví-li si centrální banka jako jediný cíl cenovou stabilitu, dokáže tím zároveň přispět i k dalším cílům hospodářské politiky, a to k hospodářskému růstu, k dlouhodobě nízkým úrokovým mírám a k nižší nezaměstnanosti. Při nestabilitě domácí cenové hladiny totiž domácnosti a firmy přicházejí o cenné informace na základě kterých se rozhodují, jak nejlépe alokovat své zdroje. V tomto neprůhledném ekonomickém prostředí pak nedokáží vyhodnotit efektivitu investičních variant a tím dochází k poklesu investic, zpomalení hospodářského růstu a k růstu nezaměstnanosti.<sup>10</sup>

S volbou cílů měnové politiky úzce souvisí charakter provádění měnové politiky. Centrální banka si může vybrat, zda bude provádět měnovou politiku expanzivní nebo restriktivní. Při monetární expanzi provádí centrální banka kroky, které vedou k zvyšování tempa růstu množství peněz v oběhu. Toho lze dosáhnout snížením krátkodobé úrokové míry a provádí se v případě, kdy je ekonomika slabá a je potřeba ji stimulovat. Naopak restriktivní měnová politika se využívá v období přehřáté ekonomiky. Centrální banka zpomalí tempo růstu množství peněz v oběhu zvýšením krátkodobé úrokové míry. Tím dojde ke zvýšení ostatních úrokových měr v ekonomice, utlumí se poptávka po úvěrech a domácnosti a podniky méně utrácí.<sup>11</sup>

Centrální banky pak provádí expanzivní či restriktivní měnovou politiku podle toho, jakého cíle se snaží dosáhnout. Cenovou stabilitu společně se stabilitou měnového kurzu domácí měny lze podpořit restriktivní nebo neutrální monetární politikou, naopak

---

<sup>9</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 322-323.

<sup>10</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 9-10.

<sup>11</sup>JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 377.

ekonomický růst a zaměstnanost jsou podpořeny při měnové expanzi. Tyto čtyři cíle někdy bývají označovány jako *magický čtyřúhelník* (případně *magický trojúhelník*, chyběli mezi cíli stabilita měnového kurzu) a i když můžeme ke každému z cílů obecně přiřadit potřebný charakter prováděné měnové politiky tak, aby byl splněn, ne vždy to však odpovídá skutečnosti. Příkladem může být situace ve Spojených státech amerických v 80. letech. Po nástupu Ronalda Raegana do prezidentského úřadu v roce 1981 došlo ke zvýšení úrokových sazeb, což je znakem restriktivní měnové politiky. Ovšem místo očekávaného utlumení ekonomického růstu a růstu nezaměstnanosti zaznamenala ekonomika USA opačný vývoj. Navíc se zvyšovalo i zahraniční zadlužení tím, jak do USA proudil dluhový zahraniční kapitál a následkem bylo oslabování dolaru.<sup>12</sup>

Otázkou, zda je centrální banka vůbec schopna svými nástroji zajistit stabilitu domácí cenové hladiny, se zabývaly jednotlivé ekonomické školy. Odpověď na tuto otázku se lišila napříč historií, neboť názory jednotlivých ekonomických škol se poněkud rozcházejí. Podle Keynesovců není možné, aby v ekonomice dlouhodobě existovala přebytečná nabídka peněz. Nadbytečné peníze se přirozeně stahují z oběhu splácením úvěrů a nemohou tak mít roli při vzniku inflace. Inflační vlivy vidí Keynesovci spíše na straně nabídky a faktory mající vliv na destabilizaci cenové hladiny dělí na dvě skupiny, šokové a permanentní. Šokové faktory zahrnují situace jako surovinové krize nebo znehodnocování kurzů při odlévání zahraničního kapitálu. Mezi permanentní faktory pak řadí soustavné tlaky na růst mezd či zisků.<sup>13</sup>

Monetaristé se zaměřují na stabilitu cenové hladiny v dlouhém období a jsou toho názoru, že případný růst cenové hladiny má pouze monetární příčiny, přičemž tempo růstu peněžní zásoby má centrální banka plně pod kontrolou. Své tvrzení opírají o příklady z historie, kdy za každou hyperinflaci stála dlouhodobá nadměrná emise peněz centrální bankou. Pro monetaristy je také typický model adaptivních očekávání, což znamená, že budoucí vývoj inflace se odvozuje na základě jejího vývoje v minulosti. Nadměrná emise peněz tak nevede k inflaci okamžitě ale s určitým časovým zpožděním, které je ovlivněno tím, že tržní subjekty neustále sledují minulý vývoj inflace.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 80-81.

<sup>13</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 321-322.

<sup>14</sup>Tamtéž, s. 322.

Neoklasická ekonomie naproti tomu staví koncepci plně racionálních očekávání, kdy inflace startuje v momentě, jakmile tržní subjekty zjistí, že se centrální banka snaží o expanzivní měnovou politiku a přikročila k nadměrné emisi peněz.<sup>15</sup>

Nová keynesovská ekonomie považuje měnovou politiku centrální banky za klíčového činitele při stabilizaci cenové hladiny. Oproti monetaristům však nabídku peněz chápe jako endogenní a přiklání se k tomu, že na vliv utváření agregátní poptávky má vliv úroková míra. V modelech cílování inflace nejsou uvažovány peníze, ale vychází se z předpokladu, že inflační tlaky nastávají za situace, kdy je agregátní poptávka vyšší než hodnota potenciálního produktu. Důraz je pak kladen především na explicitně stanovený inflační cíl, který pomáhá utvářet stabilní inflační očekávání.<sup>16</sup>

Při sledování cílů měnové politiky je nezbytné myslet na skutečnost, že musí zapadat do kontextu celkového systému hospodářské politiky včetně jejich cílů. Vztah mezi nástroji a cíli hospodářské politiky popsal J. Tinbergen a toto *Tinbergenovo pravidlo* (Tinbergen, 1952) říká, že „*hospodářská politika může být úspěšná, pokud počtu nezávislých cílů odpovídá počet nezávislých nástrojů.*“<sup>17</sup> Jinými slovy, všech zvolených cílů je možné dosáhnout pouze tehdy, máme-li stejný počet cílů jako nástrojů a ke každému cíli přiřadíme právě jeden nástroj. Toto pravidlo je základem i pro současnou monetární politiku. Je však třeba pracovat spíše s agregovanými cíli, a to vnitřní a vnější rovnováhou, poněvadž pokud bude měnová politika zaměřena na cenovou stabilitu (vnitřní rovnováhu) a fiskální politika bude orientována na hospodářský růst, není zřejmé, která politika by pak zajistila vnější rovnováhu. S tím již pracuje *Princip efektivní tržní klasifikace* R. A. Mundella (1962), podle kterého může jeden nástroj ovlivňovat více cílů s tím, že jeden bude ovlivněn pozitivně, směrem k rovnováze, a druhý negativně, směrem od rovnovážného stavu. Například fiskální expanze může vést k hospodářskému růstu v ekonomice, zároveň však může přispět k deficitu běžného účtu platební bilance. Pouze pokud bude měnová a fiskální politika ke každému cíli přiřazovat komparativně nejúčinnější nástroj, povede to k celkové rovnováze v ekonomice, jak vnitřní, tak vnější. Mundellovo doporučení je takové, že pro systém pevného kurzu je vhodné orientovat měnovou politiku na vnější rovnováhu a fiskální politiku pak na vnitřní. V případě floatingu by tomu však bylo naopak.<sup>18</sup>

---

<sup>15</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 322.

<sup>16</sup>Tamtéž, s. 321-322.

<sup>17</sup>Tamtéž, s. 323.

<sup>18</sup>Tamtéž, s. 323-324.

### 1.3 Nástroje měnové politiky

Centrální banka jako vykonavatel měnové politiky usiluje o dosažení stanovených cílů a využívá k tomu řady nástrojů. Vybranými nástroji se poté snaží působit na operativní kritérium, jehož prostřednictvím je ovlivněno zprostředkující kritérium a tím pak dojde k naplnění konečného cíle monetární politiky. V některých případech lze regulovat přímo zprostředkující kritérium či nějakou veličinu, která plní funkci operativního i zprostředkujícího kritéria zároveň.<sup>19</sup>

Nástroje měnové politiky lze klasifikovat z několika hledisek. Budeme-li je členit dle četnosti využívání, rozlišujeme nástroje permanentní a výjimečně využívané. Z hlediska rychlosti zavedení se se nástroje dělí na operativní a neoperativní, podle cíle použití pak na nástroje zaměřené na regulaci operativního kritéria, regulaci zprostředkujícího kritéria a na nástroje orientované na podporu stability bank. Nejdůležitějším hlediskem členění je však dopad nástrojů na bankovní systém. Z tohoto pohledu rozlišujeme měnověpolitické nástroje přímé a nepřímé. I přes tento zavedený systém však může být zařazení konkrétního nástroje do určité skupiny nejednoznačné.<sup>20</sup>

#### 1.3.1 Nepřímé nástroje měnové politiky

Nepřímé (tržní) nástroje měnové politiky jsou v tržní ekonomice využívány daleko častěji než nástroje přímé. Důvodem je především fakt, že mají plošný dopad na celou bankovní sféru, nemohou být centrálními bankami uplatňovány selektivně a pro všechny banky jsou tak zachovány jednotné podmínky. Nepřímé nástroje nejsou direktivního charakteru. Komerčním bankám je ponechána jejich samostatnost v rozhodování a mohou, ale nemusejí na tyto nástroje reagovat.<sup>21</sup>

Mezi základní nepřímé nástroje pak řadíme především operace na volném trhu, diskontní nástroje, automatické facility, kurzové intervence, povinné minimální rezervy a různá doporučení a výzvy.

- **Operace na volném trhu**

Operace na volném trhu patří mezi nejvyužívanější nástroje měnové politiky v současnosti a jejich hlavním cílem je především regulovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice.<sup>22</sup> Revenda označuje operace na volném trhu jako jedny z nejučinnějších

---

<sup>19</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 220.

<sup>20</sup>Tamtéž, s. 220-221.

<sup>21</sup>Tamtéž, s. 220.

<sup>22</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 33.

nástrojů v tržní ekonomice a definuje je jako „*nákupy nebo prodeje cenných papírů centrální bankou obchodním a dalším bankám v domácí měně, s cílem regulace rezerv bank nebo krátkodobé úrokové míry.*“<sup>23</sup>

Výhodou operací na volném trhu je jejich vysoká operativnost. Nákupy a prodeje mezi centrální bankou a dalšími bankami se provádějí vždy bezhotovostně a obchoduje se většinou se státními cennými papíry nebo vlastními cennými papíry centrální banky. Vždy se jedná o krátkodobé a vysoce kvalitní cenné papíry dluhového typu.<sup>24</sup>

Tím, že mají operace na volném trhu bezhotovostní charakter, se nemění množství oběživa, ale dochází ke změně rezerv bank, což se projeví v měnové bázi. Pokud centrální banka nakupuje cenné papíry od bank za jinak neměnných podmínek, zvyšují se tím rezervy bank a měnová báze. Při prodeji se naopak rezervy bank i měnová báze snižují.<sup>25</sup>

Změny rezerv bank zprostředkovaně ovlivní změny krátkodobé úrokové míry. Tu však může centrální banka pomocí operací na volném trhu ovlivnit i přímo, a to za předpokladu, že vyhlásí úrokové podmínky nákupů či prodejů cenných papírů. Centrální banka si však musí zvolit preference, jelikož v tomto případě lze méně přesně určit dopad na rezervy bank a měnovou bázi. Pokud je pro centrální banku hlavním cílem přesná změna měnové báze, prodává či nakupuje stanovený objem cenných papírů bez toho, aniž by brala ohled na výsledné úrokové sazby. Je-li cílem centrální banky ovlivnit především krátkodobou úrokovou míru, pak předem stanoví cenu cenných papírů, tedy úrokovou sazbu. Může však nastat situace, že se jí za stanovenou cenu nepodaří realizovat zamýšlený objem transakcí a změna měnové báze tak není dokonale pod kontrolou.<sup>26</sup>

Z hlediska způsobu provádění lze operace na volném trhu dělit na tři základní druhy: přímé operace, repo operace a switch operace.

**Přímé operace** znamenají, že centrální banka prodává nebo nakupuje cizí cenné papíry a jednosměrně, resp. trvale, tím ovlivní rezervy bank, krátkodobou úrokovou míru či kurz domácí měny.<sup>27</sup>

**Repo operace** jsou kombinací dvou protisměrných transakcí. Rozlišujeme prosté repo operace a reverzní repo operace. Při prostých repo operacích dochází k prodeji cenných papírů centrální bankou se zárukou jejich zpětného odkupu. Někdy jsou tyto

---

<sup>23</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 222.

<sup>24</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 226-227.

<sup>25</sup>Tamtéž, s. 227.

<sup>26</sup>Tamtéž, s. 227.

<sup>27</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 225.

operace nazývány jako stahovací a rezervy bank při nich dočasně klesají a poté se následně vrací na svoji původní úroveň. Na krátkodobou úrokovou míru a měnový kurz domácí měny je dopad taktéž dočasný. U reverzních repo operací je mechanismus opačný. Centrální banka nakupuje cenné papíry s tím, že je později prodá. Tyto operace jsou také označovány jako dodávací a mají za následek dočasné zvýšení rezerv bank.<sup>28</sup>

U obou repo operací jsou pak termíny zpětné transakce stanoveny předem. Při termínovaných repo operací je předem stanoven přesný termín, ve kterém zpětná transakce proběhne. Pokud jde o repo operace netermínované, stanoví se termín, do kterého mají banky kdykoli možnost zpětnou transakci provést.<sup>29</sup>

Repo operace bývají nejčastěji prováděny formou aukcí nebo tendrů. Pokud probíhají formou aukcí, banky znají své nabídky navzájem, při tendrech nikoli. Co se týče úrokových aukcí a tendrů, banky nabízejí objem i úrokové sazby obchodů a centrální banka tak může dokonale regulovat měnovou bázi. Při objemových aukcích a tendrech centrální banka stanoví úrokové sazby a banky nabízejí pouze objem obchodů. Tím může centrální banka ovlivnit krátkodobou úrokovou míru, ale měnovou bázi nemá zcela pod kontrolou.<sup>30</sup>

Aukce a tendry mohou být prováděny dvěma způsoby, americkým či holandským. Holandský způsob spočívá v tom, že centrální banka prodává nebo nakupuje cenné papíry za jedinou výslednou rovnovážnou cenu. Při americkém způsobu centrální banka nakupuje cenné papíry za rovnovážnou cenu, za kterou lze nakoupit zamýšlený objem cenných papírů, nebo nižší cenu než rovnovážnou, přičemž přednostně lze nakupovat za nižší ceny. Prodej cenných papírů poté probíhá za rovnovážnou či vyšší cenu, přičemž přednostně jsou uspokojeny vyšší nabídky. Centrální banka může také stanovit limity pro nabídky a poptávky velkých bank a tím tak zamezit možnosti nákupu či prodeje nabízeného objemu cenných papírů jednou velkou bankou nebo několika většími bankami.<sup>31</sup>

Třetí způsob, jakým lze operace na volném trhu provádět, jsou **switch operace**. Ty spočívají v tom, že centrální banka prodává a nakupuje cenné papíry ve stejném objemu, ale s jinou lhůtou splatnosti. Centrální banka tak mění pouze časovou strukturu ve svých aktivech, což znamená, že tím neovlivní rezervy bank, jelikož objem

---

<sup>28</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 225.

<sup>29</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 227.

<sup>30</sup>Tamtéž, s. 228.

<sup>31</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 227.

nakoupených cenných papírů se v bilanci banky nemění. Smyslem je tak především ovlivnit úrokové míry.<sup>32</sup>

Při provádění switch operací dochází k úhradám úrokových rozdílů. Pokud centrální banka prodává cenné papíry s delší lhůtou splatnosti, u kterých je úročení vyšší (za nižší cenu), a nakupuje cenné papíry s kratší lhůtou splatnosti, u kterých je úroková sazba nižší (cena vyšší), musí uhradit takzvaný *give-up* úrokový rozdíl. Opačné transakce, tedy prodej cenných papírů s kratší lhůtou splatnosti a nákup cenných papírů s delší lhůtou splatnosti, znamenají pro centrální banku, že úrokový rozdíl, označován jako *pick-up*, inkasuje.<sup>33</sup>

- **Diskontní nástroje**

Diskontní nástroje patří k tradičním nástrojům měnové politiky a ve velké míře jsou užívány i v současné době. Jejich prostřednictvím centrální banka ovlivňuje zejména bankovní rezervy a krátkodobé úrokové sazby, jejich vliv však dopadá i na měnový kurz domácí měny. Mezi diskontní nástroje řadíme bezhotovostní úvěry v domácí měně, které centrální banka poskytuje obchodním bankám, a také úrokové sazby z těchto úvěrů. Jedná se o nástroje, které mají nepřímý charakter. Komerční banky na změny úrokových sazeb nemusejí reagovat, ani si od centrální banky půjčovat.<sup>34</sup>

Ne všechny úvěry, které centrální banky poskytují komerčním bankám, jsou však součástí diskontních nástrojů. Za diskontní nástroje považujeme především diskontní úvěry, lombardní úvěry a reeskontní úvěry.

**Diskontní úvěry** představují krátkodobé úvěry, které centrální banka poskytuje komerčním bankám. Lhůta splatnosti těchto úvěrů zpravidla nepřesahuje 3 měsíce, ve většině případů je však výrazně kratší. Komerční banky mohou diskontní úvěry čerpat pouze za předem vymezených podmínek, jejichž splněním se vytvoří automatický mechanismus a banka tak získá volný přístup k takzvanému *diskontnímu okénku*. Pro poskytnutí diskontního úvěru centrální banka většinou vyžaduje jeho krytí v podobě vysoce bonitních aktiv příslušné banky, nejčastěji se jedná o státní cenné papíry. Nekryté úvěry jsou poskytovány spíše jako nouzové a nelze je považovat za nástroje měnové politiky. Za poskytnutý úvěr platí komerční banky diskontní sazbu, která je stanovena centrální bankou.<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 225.

<sup>33</sup>Tamtéž, s. 225-226.

<sup>34</sup>Tamtéž, s. 230-231,

<sup>35</sup>Tamtéž, s. 231-233.

Změna diskontní sazby má vliv na konečnou cenu úvěrů, a tudíž i poptávku po úvěrech. Pokud jsou diskontní sazby vysoké, zájem o získání úvěrů ze strany komerčních bank a jejich klientů se snižuje, neboť se úvěrové peníze zdražují. Vysoké diskontní sazby tak působí restriktivně, poptávka po úvěrech se snižuje a tím se utlumuje ekonomická aktivita, klesá reálné HDP a zvyšuje se nezaměstnanost. Jejich působení je tak protiinflační. Naopak snižování diskontní sazby má expanzivní účinky. Zájem o úvěry vzrůstá, protože jsou levnější a dochází k oživení ekonomické aktivity.<sup>36</sup>

Na pohyb diskontní sazby jsou ekonomické subjekty velmi citlivé, někdy k reakci stačí, když centrální banka zveřejní pouhý záměr o možné úpravě její výše. V tomto případě se jedná o tzv. announcement effect neboli efekt oznámení. Může se také stát, že výše diskontní sazby se bude blížit úrovni tzv. technické nuly (0,05 % p.a.). V tomto momentě je agregátní poptávka v ekonomice maximálně podpořena, ovšem ne příliš úspěšně, jelikož sazbu nelze již dále snižovat.<sup>37</sup>

Pro centrální banku diskontní úvěry představují především prostředek pro ovlivnění výše rezerv komerčních bank, diskontní sazba pak slouží k ovlivnění krátkodobých úrokových sazeb. Pro komerční banky znamenají diskontní úvěry poměrně snadný přístup k likvidním prostředkům s tím, že je to pro ně zároveň také jeden z nejlevnějších zdrojů.<sup>38</sup> Poptávka komerčních bank po diskontních úvěrech se však odvíjí nejen od výše diskontní sazby stanovené domácí centrální bankou, ale také od toho, jak výhodně si mohou úvěry obstarat z jiných zdrojů. Komerční bankou mohou získat úvěr i na mezinárodním peněžním trhu, zpravidla ovšem za poněkud vyšší sazby. V New Yorku by například získaly úvěr za sazbu NIBOR (New York Inter Bank Offered Rate), v Londýně za sazbu LIBOR (London Inter Bank Offered Rate), v Paříži za sazbu PIBOR (Paris Inter Bank Offered Rate), v Praze za sazbu PRIBOR či ve Frankfurtu nad Mohanem za sazbu FIBOR.<sup>39</sup>

**Lombardní úvěry** jsou taktéž krátkodobé úvěry poskytované proti zástavě cenných papírů, avšak v tomto případě může centrální banka přijmout do zástavy i ne zcela prvotřídní cenné papíry. Lombardní úvěry tak patří do nástrojů měnové politiky, ale lze je považovat za mírně rizikové, resp. krátkodobé nouzové úvěry a komerční banky je

---

<sup>36</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 31.

<sup>37</sup>Tamtéž, s. 31.

<sup>38</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 231-233.

<sup>39</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 31.



poptávají většinou v případech, kdy již nemají možnost doplnit svoji likviditu úvěry diskontními či mezibankovními. Z toho důvodu jsou lombardní úvěry poskytovány jen do určité výše hodnoty zástavy, aby byla centrální banka v případě poklesu její tržní ceny zabezpečena.<sup>40</sup>

Lombardní úvěry jsou úročeny lombardní sazbou a při poskytnutí úvěru dochází k růstu a při jeho splácení k poklesu rezerv bank. Vzhledem k nižší hodnotě úvěru, než je hodnota zástavy a vyššímu úročení ve srovnání s diskontními úvěry, jde pro banku o relativně drahé úvěrové zdroje.<sup>41</sup>

**Reeskontní úvěry**, stejně jako lombardní úvěry, představují taktéž spíše nouzové úvěry pro banky, které mají problém s likviditou a nemají již možnost získat diskontní úvěr. Prvotřídní cenné papíry v zástavě tak mohou být nižší kvality. Úročení probíhá reeskontní sazbou.<sup>42</sup>

- **Automatické facility**

Automatické facility slouží k poskytování úvěrů od centrální banky nebo ukládání likvidity u centrální banky přes noc. Komerční banky těchto kroků využívají, mají-li na konci dne na účtu přebytek či nedostatek prostředků. Pokud mají komerční banky přebytek likvidity, mohou využít **depozitní facility**, což jim umožní u centrální banky přes noc tuto likviditu uložit. Tyto vklady centrální banka úročí obvykle diskontní sazbou. **Marginální zápůjční facility** naproti tomu slouží k poskytnutí likvidity komerční bance, pokud během dne nesplatily úvěry od centrální banky. Tyto nesplacené prostředky v podobě úvěru přes noc jsou úročeny lombardní sazbou.<sup>43</sup>

Komerční banky však mohou potřebnou likviditu získat či uložit i na mezibankovním trhu a v tom případě diskontní sazba představuje dolní hranici a lombardní sazba horní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním trhu.<sup>44</sup>

- **Kurzové intervence**

Hlavním cílem devizových intervencí je regulace měnového kurzu domácí měny a představují tak jediný nepřímý nástroj centrální banky, jehož primárním cílem není změna měnové báze. Kurzové intervence lze v zásadě provádět dvěma způsoby.<sup>45</sup>

---

<sup>40</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 233-234.

<sup>41</sup>Tamtéž, s. 234.

<sup>42</sup>Tamtéž, s. 234.

<sup>43</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 232.

<sup>44</sup>Tamtéž, s. 232.

<sup>45</sup>Tamtéž, s. 234.

Při **nepřímých intervencích** centrální banka mění úrokové sazby a důsledkem toho dochází k pohybu zahraničního kapitálu, kdy růst sazeb vede k přílivu kapitálu a jejich pokles poté k odlivu. Tím dojde ke změně vztahů mezi poptávkou a nabídkou zahraniční měny a měny domácí, což vede ke změně měnového kurzu. **Přímé devizové intervence** pak spočívají v tom, že centrální banka prodává, resp. nakupuje zahraniční měnu za měnu domácí, což má bezprostřední vliv na změnu měnového kurzu. Pokud centrální banka nakupuje zahraniční měnu za měnu domácí, na devizovém trhu se tím zvyšuje poptávka po zahraniční měně a zároveň roste nabídka domácí měny. Následkem je znehodnocování domácí měny a pokles jejího devizového kurzu. Při prodeji zahraniční měny za domácí měnu dochází naopak k růstu kurzu domácí měny.<sup>46</sup>

Vliv přímých intervencí na měnovou bázi je takový, že nákupy zahraniční měny zvyšují rezervy bank a měnovou bázi a vedou k poklesu krátkodobé úrokové míry. Prodej zahraniční měny naopak sekundárně snižuje měnovou bázi a působí na růst krátkodobé úrokové míry (kurzu domácí měny).<sup>47</sup>

Význam devizových intervencí jako nástroje měnové politiky závisí především na využívaném systému měnového kurzu v dané zemi. V zemích, kde uplatňují režim fixního kurzu, jsou intervence důležitým a permanentně využívaným nástrojem. Při režimu volně plovoucího kurzu jsou intervence využívány spíše ojediněle.<sup>48</sup>

- **Povinné minimální rezervy**

Povinné minimální rezervy lze charakterizovat jako „*stanovení pravidel pro pohledávky, které musejí obchodní a další banky vytvářet u centrální banky, s hlavním cílem ovlivňovat peněžní multiplikátory.*“<sup>49</sup> Představují tedy aktiva bank a pasiva centrální banky. Patří mezi klasické nástroje měnové politiky, avšak jejich význam postupně klesá a v některých zemích se nepoužívají vůbec nebo jsou nízké a dlouho dobu stabilní, což je pak řadí mezi nástroje neaktivní. Kromě jejich použití jako nástroje měnové politiky je lze využít i k regulaci likvidity komerčních bank či jako rezervy bank pro krizové situace.<sup>50</sup>

Výše povinných minimálních rezerv je stanovena jako procentní sazba z primárních vkladů u bank, přičemž základnou bývá většinou průměr stavů primárních

---

<sup>46</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 234.

<sup>47</sup>Tamtéž, s. 234.

<sup>48</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 240.

<sup>49</sup>Tamtéž, s. 242.

<sup>50</sup>Tamtéž, s. 242.

vkładů za určité časové období. Skutečná výše povinných minimálních rezerv je počítána jako průměrný stav těchto rezerv za určité období, který se obvykle na konci každého dne počítá zpětně ze zůstatků na příslušném účtu rezerv. Pro banky to znamená, že mohou během dne využívat prostředky z účtu rezerv dočasně na jiné účely či v různých částech období držet rozdílnou výši rezerv. Komerční banky splní výši povinných minimálních rezerv, odpovídá-li průměrný stav výši stanovené centrální bankou. Pokud je skutečný stav rezerv vyšší, znamená to, že komerční banka nad rámec vytváří dobrovolné rezervy. Může však nastat i situace, že skutečný stav je nižší a v tom případě banka neplní povinné minimální rezervy a na chybějící výši je pohlíženo jako na nouzový úvěr, který centrální banka úročí sankční sazbou.<sup>51</sup>

Jako nástroj měnové politiky slouží povinné minimální rezervy především k ovlivňování peněžních multiplikátorů, a to změnou sazby povinných minimálních rezerv či změnou základny, ze které se rezervy počítají. Platí, že za jinak neměnných podmínek zvýšení sazby snižuje hodnoty peněžních multiplikátorů, a naopak, snížením sazeb se hodnota peněžních multiplikátorů zvyšuje.<sup>52</sup>

Pro komerční banky představují rezervy, které musí povinně uložit u centrální banky, nevýnosná aktiva či tzv. sterilní peníze, se kterými nemohou dále nakládat. Rozhodující pro rozvoj a prosperitu banky jsou tak zbývající peníze, se kterými může dále aktivně obchodovat. Znamená to tedy, že čím menší bude míra povinných minimálních rezerv, tím větší bude možnost emise bankovních depozit. Proces multiplikace peněz lze popsat následujícím vztahem:

$$\Delta M = 1 / PMR \times \Delta H$$

kde  $\Delta M$  představuje celkový přírůstek depozit,  $1 / PMR$  je bankovní multiplikátor,  $PMR$  značí výši povinných minimálních rezerv a  $\Delta H$  je tzv. monetární báze, tedy ta část depozit, která se po odečtení povinných minimálních rezerv multiplikuje v bance 1. stadia. Monetární bázi však není možné vyjádřit v plném rozsahu, jelikož v praxi není reálné, aby se všechny bankovky zapojily do tvorby depozit a postupně se tak proměnily v povinné minimální rezervy. Vždy nějaká část oběživa zůstane v držení domácností či firem, navíc banky mohou tvořit i vyšší než zákonem předepsané povinné minimální rezervy.<sup>53</sup>

---

<sup>51</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 235.

<sup>52</sup>Tamtéž, s. 235.

<sup>53</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 32-33.

Vliv povinných minimálních rezerv na krátkodobou úrokovou míru je spíše zprostředkovaný. Při zvýšení sazeb povinných minimálních rezerv se očekává tlak na růst krátkodobé úrokové míry, při jejich snížení je tomu pak naopak. Rozšíření základny výpočtu rezerv může podnítit růst krátkodobé úrokové míry a zúžení základny vyvolá spíše tlak na její pokles.<sup>54</sup>

- **Doporučení, výzvy a dohody**

Doporučení, výzvy a dohody představují „*verbální nebo písemná doplnění nástrojů měnové politiky, kterými centrální banka konkretizuje své záměry pro nejbližší vývoj v měnové oblasti a bankovním systému.*“<sup>55</sup> Všechny tyto instrukce se v zásadě rozlišují dle charakteristiky svého obsahu. Zatímco doporučení bývají většinou obecně formulovaná přání, výzvy již představují konkrétní instrukce komerčním bankám a mají důraznější charakter.<sup>56</sup>

Účinnost těchto nástrojů měnové politiky spočívá především v tom, že si banky zakládají na své důvěryhodnosti a respektují autoritu centrální banky. I když se tedy nejedná o formálně závazná pravidla, banky si většinou nedovolí nerespektovat přání centrální banky.<sup>57</sup>

### 1.3.2 Přímé nástroje měnové politiky

Přímé nástroje měnové politiky lze charakterizovat jako administrativní a působí většinou adresně a selektivně vůči nějaké konkrétní komerční bance. Potenciálně jsou tyto nástroje účinnější než nástroje nepřímé, avšak jejich využití je spíše výjimečné a případně časově omezené. V tržní ekonomice totiž jejich direktivní charakter dopadá do rozhodovacího mechanismu bank a tím tak omezuje jejich podnikatelskou samostatnost.<sup>58</sup>

Mezi přímé nástroje měnové politiky se řadí zejména pravidla likvidity, limity úvěrů, limity úrokových sazeb a povinné vklady.

- **Pravidla likvidity**

Pravidla likvidity slouží k zabezpečení žádoucí úrovně likvidity bank a podporují tak jejich stabilitu. Tato pravidla závazně určují strukturu aktiv a pasiv včetně jejich vzájemných vazeb v bilancích komerčních bank. Nástrojem měnové politiky jsou

---

<sup>54</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 245.

<sup>55</sup>Tamtéž, s. 251.

<sup>56</sup>Tamtéž, s. 251.

<sup>57</sup>Tamtéž, s. 251.

<sup>58</sup>Tamtéž, s. 220-221.

v případě, sleduje-li centrální banka změnou těchto pravidel změnu měnové báze, případně zprostředkovaně i změnu krátkodobé úrokové míry. S určitými výhradami lze mezi pravidla likvidity řadit i povinné minimální rezervy.<sup>59</sup>

- **Úvěrové limity**

Limity úvěrů bank, označované též jako stropy a kontingenty, jsou absolutně nebo relativně stanovené výše úvěrů, které mohou komerční banky poskytnout svým klientům bez schválení centrální bankou. Absolutní úvěrové limity mohou mít podobu omezení výše poskytnutých úvěrů nebo jejich přírůstku oproti minulému období. Relativně mohou být stanoveny poměrem nominální výše poskytnutých úvěrů k výši kapitálu dané banky aj. Tyto limity lze považovat za nejučinnější nástroj regulace vývoje množství peněz v oběhu, jelikož bankovní úvěr představuje hlavní nástroj emise peněz do oběhu. Svým charakterem však zasahují do samotného rozhodování bank, proto jsou využívány pouze výjimečně.<sup>60</sup>

- **Limity úrokových sazeb**

Tento nástroj spočívá v tom, že centrální banka může stanovit limity na úrokové sazby, které komerční banky účtují svým dlužníkům a nabízejí vkladatelům. Použití limitů úrokových sazeb z úvěrů bank představuje vždy maximální hodnoty jejich výše. Zvýšení limitů může vést k růstu úrokových sazeb z úvěrů, avšak vše je závislé na reakci bank a klientů. Limity, týkající se úrokových sazeb z vkladů, pak mohou být stanoveny jako maximální i minimální. Maximální limity mohou být zavedeny, sleduje-li centrální banka především stabilizaci těchto sazeb v ekonomice. Zavedení či snížení těchto limitů pak způsobí snížení multiplikace. Stanovení minimálních limitů úrokových sazeb z vkladů znamená snahu centrální banky o podporu ukládání peněžních úspor do bank a využívají se také tehdy, pokud v oblasti peněžních úspor existuje malá konkurence bank a hrozí tak například diktování podmínek z jejich strany. Minimální limity byly zavedeny například v ČSFR v letech 1990–1992.<sup>61</sup>

- **Povinné vklady**

Povinné vklady nejsou příliš významným nástrojem měnové politiky a spočívají v povinnosti ukládat prostředky u centrální banky. Představují výjimku, jelikož se týkají nebankovních subjektů, většinou centrálních orgánů, orgánů místní moci a správy či

---

<sup>59</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 238-239.

<sup>60</sup>Tamtéž, s. 237.

<sup>61</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 248-249.

státních fondů. Povinné vklady jsou v podstatě likvidní prostředky, které by jinak nebankovní subjekty mohly uložit u komerčních bank a zvyšovat tím jejich likviditu. Existence či výše povinných vkladů tak má vliv na rezervy bank a za jinak neměnných okolností také na měnové a úvěrové agregáty. V současné době se však subjektům dává spíše možnost volby, jak se svými prostředky naloží.<sup>62</sup>

## 1.4 Transmisní mechanismus

Transmisní mechanismus popisuje celý proces měnové politiky, kterým se centrální banka snaží dosáhnout stanovených konečných cílů. Centrální banka však na konečné cíle nemá přímý vliv, ale působí na ně nepřímo tím, že pomocí měnověpolitických nástrojů působí na operativní a zprostředkující kritérium. Celý mechanismus pak funguje na předpokladu, že je v moci centrální banky ovlivnit operativní kritérium a že existují stabilní nebo alespoň dopředu odhadnutelné vazby mezi kritérii a konečným cílem.<sup>63</sup>

Po 2. světové válce centrální banky po celém světě vyzkoušely řadu transmisních mechanismů a za nejčastěji využívané formy jsou považovány zejména měnový transmisní mechanismus, úvěrový transmisní mechanismus, kurzový transmisní mechanismus a politika cílování inflace.<sup>64</sup>

**Měnový transmisní mechanismus**, jakožto jeden z možných postupů při provádění měnové politiky, vychází z monetaristické ekonomické teorie. Nástroje měnové politiky v tomto případě působí na operativní kritérium, kterým je měnová báze nebo její složky. Měnová báze poté působí na zprostředkující kritérium v podobě peněžní zásoby a ta ovlivní konečný cíl měnové politiky.<sup>65</sup>

**Úvěrový transmisní mechanismus** vychází z keynesovské ekonomické teorie a ve své základní podobě je založen na regulaci krátkodobé úrokové míry v roli operativního kritéria. Prostřednictvím krátkodobé úrokové míry centrální banka ovlivňuje zprostředkující kritérium, kterým je v tomto případě vybraný úvěrový agregát nebo dlouhodobá úroková míra, za účelem dosažení konečných cílů.<sup>66</sup>

---

<sup>62</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 249-250.

<sup>63</sup>Tamtéž, s. 70.

<sup>64</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 324.

<sup>65</sup>Tamtéž, s. 324-325.

<sup>66</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 172.

Při použití **kurzového transmisního mechanismu** centrální banka sleduje pouze jedno kritérium s tím, že nelze rozlišit, zda se jedná o kritérium operativní či zprostředkující, a tímto kritériem je měnový kurz domácí měny.<sup>67</sup> Tento mechanismus se využívá jen v případech, kdy jsou měnové kurzy limitované, mají úzká umělá flukтуаční pásma a centrální banky povinně intervenují. Kurz je vázán na jednu či soubor více zahraničních měn a měnová politika domácí centrální banky tak velmi závisí na měnové politice centrální banky té země, na jejichž měnu je kurz domácí měny napojen.<sup>68</sup>

Především pak úvěrový a měnový transmisní mechanismus však můžeme považovat za historii, jelikož se od 90. let 20. století začíná v měnové politice prosazovat jiný postup, a tím je **cílování inflace** (inflation targeting). Centrální banka si při tomto postupu zaměřuje přímo na jeden z konečných cílů, kterým je míra inflace, a nevyužívá žádná zprostředkující kritéria, ale pouze operativní kritérium v podobě krátkodobé úrokové míry. Nástup cílování inflace byl zapříčiněn především rozpadem do té doby pevných vazeb mezi operativními a zprostředkujícími kritérii u měnového i úvěrového transmisního mechanismu. Nový požadavek na účinnost tkví zejména v tom, aby byla centrální banka schopna přesvědčit veřejnost, že pro splnění cíle měnové politiky učiní vše.<sup>69</sup>

Cílování inflace nemůže být považováno za vyloženě novou měnovou politikou, neboť již John Maynard Keynes doporučil cílování cenového indexu a ve 30. letech byl cenový cíl přijat ve Švédsku jako snaha vyhnout se depresi po kolapsu zlatého standardu. Inflační cíl začala jako první používat centrální banka Nového Zélandu v roce 1990. V roce 1991 pak následovala Kanada a o rok později Velká Británie, která na cílování inflace přešla po opuštění mechanismu měnových kurzů. Dále se v roce 1993 přidalo Švédsko, Finsko a Austrálie. Česká republika přešla na režim cílování inflace v roce 1998.<sup>70</sup>

Při cílování inflace má konečný cíl podobu kvantifikované míry inflace ve střednědobém časovém horizontu. Očekávanou míru inflace pak představuje prognózovaná míra centrální bankou a nezáleží, zda je skutečná míra inflace nižší či vyšší než cílovaná míra, v obou případech je to špatně. Konečným cílem tak není snížení míry inflace, ale její udržení na cílované úrovni nebo ve vymezeném pásmu.<sup>71</sup>

---

<sup>67</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 202.

<sup>68</sup>Tamtéž, s. 209.

<sup>69</sup>Tamtéž, s. 197.

<sup>70</sup>JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 451.

<sup>71</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 197.

Podle postavení centrální banky se rozlišují 3 způsoby stanovení inflačního cíle. Centrální banky disponující cílovou nezávislostí si volí inflační cíl samy. S tím je také spojena plná odpovědnost za jeho plnění. Příkladem takové centrální banky může být Česká národní banka. Centrálním bankám, které nemají zákonem uznanou cílovou nezávislost, stanoví inflační cíl vláda. Samostatnost banky se tak váže jen k volbě způsobu dosažení cíle, přesto musí guvernér případné odchylky od cíle zdůvodnit v dopise ministru financí. Tak je tomu například ve Velké Británii. Třetím způsobem stanovení inflačního cíle může být dohoda mezi centrální bankou a vládou, jak tomu bylo například na Novém Zélandu. V dohodě byla kvantifikována cílová míra inflace a guvernér v případě nesplnění musel taktéž objasnit důvody a uvést kroky k nápravě. V krajních případech mohl být i odvolán z funkce.<sup>72</sup>

Cíl má vždy podobu zvoleného cenového indexu a lze jej kvantifikovat čtyřmi různými způsoby. První způsob představuje stanovení konkrétní hodnoty se symetrickými odchylkami na obě strany, například  $2\% \pm 1$  procentní bod. Pokud v tomto případě centrální banka očekává míru inflace na úrovni 3 %, musí již reagovat patřičnými kroky, neboť 3 % jsou již na hraně tzv. tolerančního pásma, ve kterém se snaží hodnotu udržet. Jinak tomu bude, bude-li cíl kvantifikován jako rozpětí, například 1–3 %. Zde centrální banka nemusí na očekávanou míru inflace na úrovni 3 % reagovat, jelikož spadá do vymezeného cíle. První způsob je pro centrální banku poněkud tvrdší, ale při úspěšné měnové politice může vést k nižší volatilitě inflace než u druhé varianty. Dále je cíl možné kvantifikovat jako konkrétní hodnotu bez stanovených odchylek či jako maximální hodnotu. Pokud by centrální banka stanovila maximální hodnotu míry inflace do 2 %, počítá se s tím, že přirozená spodní hranice je 0 %.<sup>73</sup>

Centrální banky pak sledují konkrétní ukazatele míry inflace očištěné na úroveň inflačního jádra. To centrální bance pomáhá nebrat v úvahu vlivy, které leží mimo dosah měnové politiky a mohou způsobit nepředvídatelné inflační šoky, například skokové změny cen ropy aj.<sup>74</sup>

## 1.5 Transparentnost a kredibilita

V názoru na způsob vedení měnové politiky došlo v průběhu let k značnému posunu. Současná moderní měnová politika pak zdůrazňuje především potřebu

---

<sup>72</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 199.

<sup>73</sup>Tamtéž, s. 199.

<sup>74</sup>Tamtéž, s. 198.



transparentnosti a kredibility (důvěryhodnosti) centrální banky. Již škola racionálního očekávání prosazovala názor, že „*tajná nebo časově nekonzistentní měnová politika, která překvapuje trhy, může být úspěšná pouze krátkodobě.*“<sup>75</sup>

Mnoho odborníků tvrdí, že důvěryhodnost centrální banky je pro úspěšné provádění měnové politiky daleko důležitější než stupeň její samostatnosti. Kredibilitu centrální banka buduje obtížně a po dlouhou dobu, stačí však jen malé pochybení a ztratí ji naopak snadno a rychle. Obnovení důvěryhodnosti je pak složitější proces než samotné prvotní budování.<sup>76</sup> Pokud centrální banka pracuje v systému založeném na explicitně stanoveném cíli, snaží se prostřednictvím tohoto cíle ovlivnit očekávání tržních subjektů. Důvěra v centrální banku je pak klíčovým elementem měnové politiky, neboť subjekty respektující inflační cíl tak, že s ním počítají ve svých výpočtech, výrazně dopomáhají centrální bance při dosahování cílů. Ta totiž například nemusí tolik brzdit hospodářský růst zvyšováním úrokové míry.<sup>77</sup>

Transparentnost měnové politiky tkví především v tom, že centrální banka poskytuje laické i odborné veřejnosti všechny potřebné informace o prováděné měnové politice srozumitelně a včas. Zajímavý je pak především pohled na vztah mezi transparentností měnové politiky a kredibilitou centrální banky, přičemž existuje optimistický a pesimistický pohled na tento problém. Optimistický názor zastává to, že k maximální důvěryhodnosti vede maximum transparentnosti. Pesimistický pohled je však takový, že od určité míry transparentnosti může důvěryhodnost centrální banky začít klesat. Při velké snaze o transparentnost (časté zveřejňování zpráv, co nejvíce přesných předpovědí) může snaze dojít k tomu, že se předpovědi centrální banky nevyplní a tím tak utrpí její kredibilita. Taktéž by důvěryhodnosti nepomohlo, pokud by například veřejnost sledovala jednání bankovní rady v přímém přenosu, kde by byla diskutována různá protikladná stanoviska členů bankovní rady.<sup>78</sup>

---

<sup>75</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 335.

<sup>76</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 85.

<sup>77</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 335.

<sup>78</sup>Tamtéž, s. 335-336.

## 2 Ukazatele sledované v rámci měnové politiky

Následující kapitola se zabývá vybranými ukazateli, které centrální banky sledují při provádění své měnové politiky. V závislosti na stanoveném měnověpolitickém cíli některé z nich sledují jako cílové veličiny a jiné využívají jako tzv. indikátory či jako důležité ukazatele svých makroekonomických prognóz, na jejichž základě pak činní svá rozhodnutí. První podkapitola je také věnována časovému zpoždění v měnové politice, díky jejichž existenci je právě makroekonomická prognóza nezbytným podkladem v rozhodovacím procesu centrálních bank.

### 2.1 Časová zpoždění v měnové politice

V rámci měnové politiky dochází k určitým zpožděním mezi zaregistrováním minulého ekonomického vývoje, prognózou o budoucím vývoji a konečným účinkem opatření zavedeného centrální bankou. Tato zpoždění musí centrální banka brát v úvahu a počítat s nimi při svém rozhodování. Již M. Friedman se zabýval otázkou, proč při značných zpoždění nelze dostatečně účinně provádět pružná diskreční měnová politika, tedy svobodné rozhodování měnových autorit o měnových opatřeních na základě aktuální hospodářské situace. Klíčovým problémem je podle Friedmana fakt, že rozhodnutí realizovaná na základě aktuálního či dokonce minulého stavu ekonomiky mohou reálnou ekonomiku ovlivnit až v opačné fázi hospodářského cyklu. Příkladem může být expanzivní měnová politika prováděná centrální bankou za účelem odstranění hospodářské krize, jejíž účinky se projeví až ve fázi konjunktury a následkem bude přehřátí ekonomiky.<sup>79</sup>

V ekonomické literatuře se pak rozlišuje několik typů časových zpoždění, a to konkrétně poznávací, rozhodovací, realizační a reakční. **Poznávací zpoždění** zahrnuje časové ztráty zapříčiněné získáváním a zpracováním potřebných dat. Před koncem sledovaného období jsou známy teprve první odhady, ty se poté zpřesňují a konečné výsledky tak bývají zveřejněny až se značným zpožděním. **Rozhodovací a realizační zpoždění** do jisté míry závisí na stupni samostatnosti a rozsahu kompetencí centrální banky. Zpoždění může být zanedbatelné v případě, kdy je centrální banka při svém rozhodování nezávislá na vládě a parlamentu a nedochází tak ke zpomalení celého procesu případným schvalováním. **Reakční zpoždění** pak představuje časový odstup

---

<sup>79</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 332.

mezi opatřením centrální banky a reakcí cílové veličiny na toto opatření, přičemž jako jediné zpoždění jej nelze ovlivnit subjektivní činností, jelikož vychází ze samotné povahy ekonomických procesů. Friedman uvádí příklad, že časový odstup mezi změnou peněžní zásoby a změnou reálného domácího produktu je mezi 6 až 9 měsíci, v cenové hladině se pak změna promítne za dalších 6 až 9 měsíců.<sup>80</sup> Centrální banky by se tak neměly rozhodovat pouze na základě aktuálních dat, ale měly by brát v úvahu také odhad vývoje v horizontu, ve kterém se projeví jejich opatření.<sup>81</sup> V České národní bance například pracují s horizontem měnové politiky, tzv. horizontem nejúčinnější transmise, vzdálenému mezi 12. až 18. měsíci v budoucnosti. V tomto období má podle ČNB změna její klíčové úrokové sazby nejsilnější dopad na vývoj inflace. V prognóze je pak zachyceno i chování centrální banky co se týče nastavování krátkodobých úrokových sazeb pomocí jednoduché reakční funkce, která je v souladu s definicí cílů ČNB. Tato trajektorie však není závazná a často dochází k jinému nastavení úrokových sazeb, ať už díky dostupnosti aktuálnějších informací od sestavení prognózy či odlišného vnímání ekonomického vývoje člena bankovní rady.<sup>82</sup>

## 2.2 Měnová rovnováha a poruchy rovnováhy

Pomocí teorie měnové rovnováhy lze odlišit zdravou a zdravě se vyvíjející ekonomiku od nerovnovážných poruch, za které se považují především inflace a deflace. Identifikace nerovnovážného stavu je pak hlavním předpokladem k tomu, aby mohlo dojít k nápravě, je-li tato náprava zapotřebí. Měnovou rovnováhu lze vyjádřit jednoduchou rovnicí, tzv. Fisherovou rovnicí transakční rovnováhy, kterou formuloval americký ekonom Irving Fisher. Tvar rovnice je následující:

$$M \times V = P \times Q$$

kde M je nominální množství peněz určené centrální bankou, V značí rychlost obratu peněz, P je průměrná cena neboli index průměrné ceny nakoupeného zboží a služeb a Q značí celkové množství nakoupeného zboží a služeb. Levá strana rovnice pak představuje nabídku peněz neboli poptávku po zboží a pravá strana je nabídkou zboží. Stav rovnováhy tedy znamená, že majitelé důchodů jsou schopni na trhu nalézt pro své peníze žádané zboží a služby a producenti nacházejí pro své zboží a služby kupující. Z této definice

---

<sup>80</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 332-333.

<sup>81</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 330.

<sup>82</sup>*Jak vzniká prognóza* [online]. cit. 2020-02-05. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-vznika-prognóza/>

rovnováhy vyplývá, že mohou nastat dva nerovnovážné stavy, které odpovídají inflaci a deflaci:<sup>83</sup>

$$M \times V > P \times Q \text{ (inlace)}$$

$$M \times V < P \times Q \text{ (deflace)}$$

S vývojem míry inflace či deflace souvisí cenová stabilita, jejíž podpora je v současné době téměř vždy mezi konečnými cíli centrálních bank ve vyspělých ekonomikách. Pokud centrální banky podporují cenovou stabilitu, snaží se zvládnout či „zkrotit“ inflaci, což je podle ekonomů jedna ze základních podmínek zdravého vývoje tržních ekonomik ve střednědobém a dlouhodobém horizontu. Co se týče krátkodobého horizontu, řada ekonomů zastává názor, že mírná inflace není škodlivá, ale je naopak schopna podporovat anticyklický vývoj.<sup>84</sup>

### 2.2.1 Inlace

Inlace se dá definovat jako stav ekonomické nerovnováhy, při němž dochází k růstu cen a znehodnocení měnové jednotky.<sup>85</sup> Revenda ve shodě s většinou ekonomů pak za obecnou definici inflace považuje „*dlouhodobější nepřetržitý růst cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz a vede k poklesu kupní síly peněz.*“<sup>86</sup>

Z uvedené definice vyplývá, že inflace může být tvořena pouze rychlejším nárůstem množství peněz než produktu, tedy slovy Miltona Friedmana, „*inlace je vždy a všude peněžní jev.*“ Zároveň je nutné vymezit, kdy je růst cenové hladiny považován za inflaci a kdy nikoliv. Musí jít o dlouhodobý nepřetržitý růst, za což se považuje horizont v minimální délce dvou po sobě jdoucích čtvrtletích. Dále je nutné od inflace odlišit pouze nárazový růst cenové hladiny, kterou může vyvolat například změna daňových sazeb či uvolnění regulovaných cen. Také je třeba spojovat termín inflace s vývojem agregátní cenové hladiny, jelikož i když dochází k růstu cenové hladiny, mohou ceny některých produktů klesat či stagnovat.<sup>87</sup>

K boji proti inflaci se měnová politika obrací postupně od 70. let 20. století. Do té doby totiž vývoj cenové hladiny korespondoval s vývojem tempa ekonomického růstu,

---

<sup>83</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 39.

<sup>84</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 273.

<sup>85</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 40.

<sup>86</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 274.

<sup>87</sup>Tamtéž, s. 274.

hladina tedy rostla v období ekonomického vzestupu a klesala v období ekonomického poklesu. K narušení těchto vazeb pak došlo především díky ropným šokům v 80. letech, kdy došlo k výraznému zvýšení cen ropy a docházelo k růstu cenové hladiny i v období recese.<sup>88</sup>

S inflací jsou mimo růst cen spojeny i další projevy, které lze chápat jako negativní. Jedním z takových projevů je deformace informací, což znamená, že při rychlé inflaci se ceny mění tak rychle, že se kupující není schopen efektivně rozhodovat a může pak za statek zaplatit více než by bylo třeba.<sup>89</sup> Hlavním negativním důsledkem inflace je pak redistribuce bohatství, což znamená přesun zdrojů mezi skupinami ekonomických subjektů. Tato redistribuce je patrná především mezi věřiteli a dlužníky, kdy se bohatství přesouvá směrem k dlužníkům z toho důvodu, že vzhledem k vyšší inflaci ztrácí úrokové sazby svůj efekt. Nejsou-li upravovány podle výše inflace, dojde k zvýhodnění dlužníků. Dále jsou za inflace znevýhodňováni zaměstnanci, od kterých se zdroje při inflaci přesouvají k zaměstnavatelům, a také poplatníci progresivních daní, od kterých se část důchodů přesune k příjemcům těchto daní.<sup>90</sup> Ovlivněno může být také chování investorů. Ti se při vysoké a proměnlivé inflaci orientují spíše na spekulční (krátkodobé) investice a snaží zajistit proti inflaci. Investiční projekty s dlouhodobějším horizontem návratnosti pak jdou stranou, přitom právě na nich stojí ekonomický růst.<sup>91</sup>

Tyto negativní dopady mohou být ovlivněny tím, zda je inflace očekávaná či nikoliv. Pokud subjekty růst cenové hladiny očekávají, jsou schopni se mu do jisté míry přizpůsobit a zmírnit tak negativní dopady. Čím přesnější pak mají údaje o očekávané inflaci, tím lépe jsou schopni se adaptovat.<sup>92</sup> Většina vyspělých ekonomik světa je neustále konfrontována s inflací, přičemž převládá tendence k tomu, aby udržely inflaci na mírné úrovni a mohly ji kontrolovat. Na přijatelné úrovni ji mohou udržet pomocí nástrojů měnové a fiskální politiky a pro subjekty je pak klíčové, aby s touto politikou byly dobře obeznámeny a mohly se jí přizpůsobit. S tím pak právě souvisí, jaká mají inflační očekávání a zda jsou tato očekávání naplněna, tedy zda je měnová politika centrální banky důvěryhodná.<sup>93</sup>

---

<sup>88</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 275-277.

<sup>89</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 40.

<sup>90</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 280.

<sup>91</sup>JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 428.

<sup>92</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 279.

<sup>93</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 41.

Vývoj cenové hladiny, resp. míry inflace se dá měřit dvěma základními způsoby. Prvním způsobem je měření pomocí deflátoru hrubého domácího produktu (deflátor HDP), druhý způsob pracuje s indexem spotřebitelských cen (index CPI).

Při měření inflace pomocí indexu CPI se sledují změny cenové hladiny pomocí spotřebitelského koše a porovnávají se ceny daného období vůči cenám z předchozího období. Spotřebitelský koš představuje reprezentativní soubor zboží a služeb finální spotřeby, přičemž jednotlivým položkám je přiřazena různá váha. Právě ze složení spotřebitelského koše, který čítá několik stovek položek, plyne možná nepřesnost měření pomocí indexu CPI, jelikož složení koše a přiřazení jednotlivých vah nemusí odpovídat reálné spotřebě. Naopak výhodou tohoto měření je jeho vysoká operativnost. Údaje pro výpočet jsou snadno k dispozici a index lze vypočítat například jen výběrově za určité období či za jednotlivé regiony.<sup>94</sup>

Druhým způsobem je měření pomocí deflátoru HDP, u kterého se srovnávají ceny veškerého zboží a služeb, které tvoří HDP v běžném období s jejich stálými cenami ve zvoleném základním období. Na rozdíl od měření pomocí indexu CPI není tento způsob tak operativní, jelikož údaje o domácím produktu se sestavují pouze čtvrtletně, tudíž může být spočítána pouze čtvrtletní nebo roční míra inflace. Na druhou stranu je však tento způsob měření daleko komplexnější, neboť nepracuje pouze s výběrem určitého vzorku zboží.<sup>95</sup>

Společným problémem různých druhů měření je pak ten, že nerozlišují mezi inflačním a neinflačním zvýšením cen. Pokud se například zvýší sazby nepřímých daní, za jinak neměnných okolností to zvýší agregátní cenovou hladinu, ovšem pouze jednorázově. Východiskem je očistění míry inflace od takových neinflačních faktorů až na tzv. inflační jádro, a to přiřazením nulového růstu u položky či vyřazením položek z indexu.<sup>96</sup>

Již dlouhá léta se poukazuje na zásadní problém, a to ten, že existuje rozdíl mezi „ekonomickou“ inflací a „statisticky měřenou“ inflací. Statistické indexy podle ekonomů nejsou schopny zachytit a dostatečně očistit cenový růst od různého vylepšení výrobků, které se projeví právě ve vyšší ceně. Ve vyspělých zemích se pak jednoprocenní „statistická“ inflace rovná nulové „ekonomické“ inflaci, v rozvíjejících se ekonomikách

---

<sup>94</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 295-296.

<sup>95</sup>Tamtéž, s. 295.

<sup>96</sup>Tamtéž, s. 296-297.

může být číslo ještě o něco vyšší, neboť jejich konvergence k vyspělým zemím je z velké části založena právě na technické inovaci výrobků.<sup>97</sup>

### 2.2.2 Deflace

Deflací se rozumí stav ekonomické nerovnováhy, který se vyznačuje poklesem cenové hladiny, a to minimálně ve dvou po sobě následujících čtvrtletích. Zatímco inflace provází ekonomickou realitu téměř ve všech vyspělých ekonomikách, deflace není tak častým jevem.<sup>98</sup> V 70. a 80. letech 20. století nebylo deflaci věnováno mnoho pozornosti, neboť díky ropným šokům docházelo k růstu cenové hladiny i v období recese. Světové hospodářství však na počátku 90. let zasáhla těžká hospodářská krize a v některých zemích se vyznačovala právě deflací. Za závažný problém pak byla deflace považována především v Japonsku, kde měla hospodářská krize velmi těžký průběh.<sup>99</sup>

Na první pohled se může zdát, že je deflace, tedy pokles cen, pro spotřebitele výhodná. Pozitivním ekonomickým jevem se však stává pouze v případě, pokud je vyvolána například poklesem importních cen nebo růstem produktivity práce. V těchto případech je totiž zároveň vytvořen prostor pro růst spotřeby. V reálném světě však nastává jiná situace a deflace je často doprovázena poklesem výroby a růstem nezaměstnanosti.<sup>100</sup>

Podle odborníků je hrozící cenový pokles doprovázen odkladem spotřeby domácností. Při očekávané deflaci nebude spotřebitel utrácet hned, když za nějakou dobu bude zboží levnější, a raději svoji spotřebu odloží.<sup>101</sup> V současné době je deflace problém, proti kterému se snaží měnová politika bojovat. Česká národní banka se například snažila odvrátit hrozící deflaci kurzovým závazkem mezi lety 2013–2017 (viz. 3.3).

## 2.3 Prognóza jako podklad pro rozhodování centrálních bank

Jak již bylo zmíněno výše, makroekonomická prognóza je nezbytným podkladem pro rozhodování centrálních bank v rámci měnové politiky. Díky prognóze mohou

---

<sup>97</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 301.

<sup>98</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 42-43.

<sup>99</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 314.

<sup>100</sup>Tamtéž, s. 314-315.

<sup>101</sup>HOLUB, T. et KRÁL, P. *O deflaci, slevách a odkládání spotřeby* [online]. cit. 2017-02-07. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/O-deflaci-slevach-a-odkladani-spotreby/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/O-deflaci-slevach-a-odkladani-spotreby/)

centrální banky snáze určit, jaký vliv budou mít jejich opatření na cílovou veličinu, neboť tato reakce neprobíhá ihned, ale existuje zde určité zpoždění, v tomto případě tzv. reakční zpoždění.

Pro přiblížení může být příkladem prognóza sestavovaná pro členy bankovní rady ČNB. Ta je sestavována expertním týmem v interakci se členy bankovní rady a představuje jejich vnímání budoucího ekonomického vývoje včetně možných kroků centrální banky. Základem prognózy je střednědobý predikční model, který je doplněn krátkodobou prognózou na následující čtvrtletí, včetně expertních posudků. Pro členy bankovní rady a jejich rozhodnutí je pak klíčový vývoj inflace v tzv. horizontu měnové politiky, který je vzdálen zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti.<sup>102</sup>

Prognóza je sestavována čtvrtletně (tak jako i například prognóza Evropské centrální banky) a je diskutována na čtyřech jednáních bankovní rady. Na zbývajících čtyřech zasedáních pak probíhá debata o poslední prognóze ve světle nových informací a projednávají se možná rizika a nejistoty plynoucí z nového vývoje. Prognóza je pak součástí tzv. Zprávy o inflaci, která je zveřejněna po projednání příslušné prognózy na měnověpolitickém zasedání.<sup>103</sup>

V rámci makroekonomické prognózy se sleduje nejen domácí vývoj, ale také vývoj v zahraničí, který se do domácího vývoje promítá a tvoří tzv. vnější předpoklady prognózy. Sleduje se především **zahraniční hospodářský vývoj**, tedy růst a výhled růstu HDP, a také **cenový vývoj** prostřednictvím inflace, cen průmyslových výrobců a cen ropy a ostatních komodit. V neposlední řadě je monitorován i **finanční vývoj v zahraničí**, a to především pomocí vývoje úrokových sazeb 3M EURIBOR a 3M USD LIBOR.<sup>104</sup>

Co se týče již samotné domácí prognózy, tak je sestavena pro horizont měnové politiky, tedy výhledově 12–18 měsíců do budoucnosti, a je vždy doplněna o interval spolehlivosti, který odráží predikční schopnosti z minulých prognóz. Nejvíce sledovaným ukazatelem je pak inflace, která byla blíže popsána v předcházející podkapitole. ČNB v rámci své prognózy rozlišuje **celkovou inflaci** a **měnověpolitickou inflaci**, což je inflace, na kterou reaguje měnová politika a jedná se o celkovou inflaci očištěnou od primárních dopadů změn nepřímých daní. Dále se predikuje meziroční růst reálného

---

<sup>102</sup> *Jak vzniká prognóza* [online]. cit. 2020-02-07. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-vznika-prognoza/>

<sup>103</sup> *Zpráva o inflaci I/2020* [online]. cit. 2020-03-07. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy\\_o\\_inflaci/2020/2020\\_I/download/ZOI\\_2020\\_I.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2020/2020_I/download/ZOI_2020_I.pdf)

<sup>104</sup> Tamtéž



**hrubého domácího produktu** a **vývoj úrokové sazby 3M PRIBOR**. Významným ukazatelem je také očekávaný vývoj **měnového kurzu CZK/EUR**. V podrobnější prognóze pak bývají výše uvedené ukazatele doplněny i o některé další. Sledovány tak jsou i náklady a trh práce včetně **míry nezaměstnanosti**, dále ekonomická aktivita, do které patří například spotřeba domácností a růst investic, a v neposlední řadě také platební bilance a fiskální vývoj. Významná část je také věnována možným rizikům a nejistotám, které mohou ovlivnit predikovaný vývoj.<sup>105</sup>

## 2.4 Indikátory měnové politiky

Indikátory v měnové politice představují „*měnové nebo i neměnové veličiny, které mají za úkol včas informovat centrální banku o tom, zda zvolená varianta měnové politiky povede k dosažení předem stanovených cílů.*“<sup>106</sup>

Tyto indikátory se pak dají rozdělit podle toho, k jakému konečnému cíli měnové politiky se vztahují. Pokud je hlavním cílem centrální banky cenová stabilita, bude zároveň bedlivě sledovat například i vývoj zahraničních cen importu, měnového kurzu, míry nezaměstnanosti atd. Jiné ukazatele pak budou podstatné, pokud bude cílovou veličinou hospodářský cyklus, tedy HDP. V tomto případě by byly indikátory například ukazatele zaměstnanosti, měnové agregáty, ziskovost, v případě cílení na měnový kurz by se pak jednalo spíše o úrokový diferenciál, devizové intervence, měnové agregáty a vztah zahraniční a domácí inflace. Tento výčet možných indikátorů je však ilustrativní a jejich výběr vždy závisí na kauzálních vazbách v ekonomice. V zásadě však jako indikátory vystupují tři druhy veličin. Mohou to být takové, jejichž vývoj může mít po určitém čase dopad na cílovou veličinu, nebo je naopak jejich vývoj determinován cílovou veličinou, ale statistické údaje o nich jsou dříve k dispozici. Třetím druhem jsou indikátory, které značí očekávání tržních subjektů o vývoji cílované veličiny.<sup>107</sup>

---

<sup>105</sup>Zpráva o inflaci I/2020 [online]. cit. 2020-03-07. Dostupné z:

[https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/zpravy\\_o\\_inflaci/2020/2020\\_I/download/ZOI\\_2020\\_I.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/zpravy_o_inflaci/2020/2020_I/download/ZOI_2020_I.pdf)

<sup>106</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 327.

<sup>107</sup>Tamtéž, s. 327-329.

### 3 Měnová politika České národní banky

V následující kapitole bude podrobněji představena monetární politika České národní banky, jakožto hlavního vykonavatele měnové politiky v České republice. Podstatná část bude věnována definici cíle měnové politiky, analyzováno však bude i aktuální nastavení měnověpolitických nástrojů a devizové intervence prováděné ČNB v letech 2013–2017.

Úloha České národní banky a její činnost v rámci měnové politiky je právně zakotvena v článku 98 Ústavy České republiky a v zákoně č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Měnovou politiku určuje nejvyšší řídicí orgán ČNB – bankovní rada, kterou tvoří guvernér, 2 viceguvernéři a 4 další členové. V současné době je guvernérem ČNB Jiří Rusnok a viceguvernéry Marek Mora a Tomáš Nidetzký.<sup>108</sup>

#### 3.1 Cíl měnové politiky ČNB

Po vzniku samostatné České republiky měla ČNB svůj cíl definován Ústavou ČR (č. 1/1993 Sb.) jako „*péči o stabilitu měny*“ a dle zákona o České národní bance (č. 6/1993 Sb.) pak měla „*zabezpečovat stabilitu české měny*.“ Tato formulace pro ČNB znamenala, že měla zákonem stanovené dva cíle zároveň, a to udržovat cenovou stabilitu (vnitřní měnovou stabilitu) a stabilitu měnového kurzu (vnější měnovou stabilitu). ČNB se snažila o dosažení cíle měnové stability prostřednictvím politiky fixního měnového kurzu a také pomocí cílení peněžní zásoby jakožto zprostředkujícího kritéria pro cíl cenové stability.<sup>109</sup>

Jak se však ukázalo, sledovat úspěšně dva cíle zároveň na pozadí postupné liberalizace devizového zákona nebylo možné a vyústilo to v tzv. *trilema měnové politiky*. Jedná se o takovou situaci, kdy není možné mít současně fixní měnový kurz, volný pohyb kapitálu a nezávislou měnovou politiku.<sup>110</sup> V České republice to za systému fixního měnového kurzu a vysokých úrokových sazeb vyústilo ve spekulativní tlaky na apreciaci české koruny, ČNB prováděla devizové intervence a neúspěšnou sterilizační politiku, což v důsledku znamenalo měnový otřes a spekulativní depreciační tlaky. Na jaře roku 1997 došlo k uvolnění kurzového režimu, přičemž cílování peněžní zásoby bylo zachováno.

---

<sup>108</sup>Členové bankovní rady [online]. cit. 2020-02-08. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni-rada/clenove-bankovni-rady/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni-rada/clenove-bankovni-rady/)

<sup>109</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 48.

<sup>110</sup>Tamtéž, s. 52.

Tento krok tak nepřinesl očekávaný efekt, jelikož cílování peněžní zásoby nebylo pro veřejnost dostatečně srozumitelné tak, aby úspěšně zajistilo ukotvení inflačních očekávání. Taktéž vazby v tomto transmisním mechanismu se ukázaly jako nestabilní a obtížně predikovatelné, což v konečné fázi vedlo ke změně režimu měnové politiky, a to k cílování inflace.<sup>111</sup>

Současné znění zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance udává, že „*hlavním cílem České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.*“<sup>112</sup>

Z uvedeného vyplývá, že ČNB má definovaný jen jeden hlavní cíl, a tím je péče o cenovou stabilitu. Za vedlejší cíl by se pak dal považovat udržitelný hospodářský růst. Péče o cenovou stabilitu je pak spojena s odpovědností za udržitelný ekonomický vývoj v zemi, jelikož stabilní ceny v ekonomice vytvářejí stabilní prostředí pro rozvoj podnikatelských aktivit. Česká národní banka se soustředí především na stabilitu spotřebitelských cen, tak jak tomu je u většiny centrálních bank ve světě. Stabilitou pak není myšlena úplná neměnnost cen, ale jejich mírný růst.<sup>113</sup>

Počínaje rokem 1998 plní Česká národní banka tuto úlohu prostřednictvím režimu měnové politiky nazývaného cílování inflace. Volba jednotlivých inflačních cílů je znázorněna v grafu č.1. V prosinci roku 1997 ČNB vyhlásila inflační cíl pro konec roku 1998 (5,5–6,5 %) a současně i střednědobý inflační cíl pro rok 2000 (3,5–5,5 %). V listopadu 1998 byl určen krátkodobý inflační cíl pro rok 1999 (4–5 %) a v dubnu roku 1999 byl v rámci Dlouhodobé měnové strategie formulován dlouhodobý cíl tzv. cenové stability pro konec roku 2005 (1–3 %). Inflační cíl pro konec roku 2001 byl stanoven v dubnu 2000 a činil 2–4 %. V počátečním období tohoto režimu byla používána jako hlavní ukazatel inflace tzv. čistá inflace, v roce 2001 však došlo k přechodu na cílování celkové inflace, tj. přírůstku indexu spotřebitelských cen, a také bylo rozhodnuto, že vyjádření cílové trajektorie bude mít podobu pásma. Pro období leden 2002 – prosinec

---

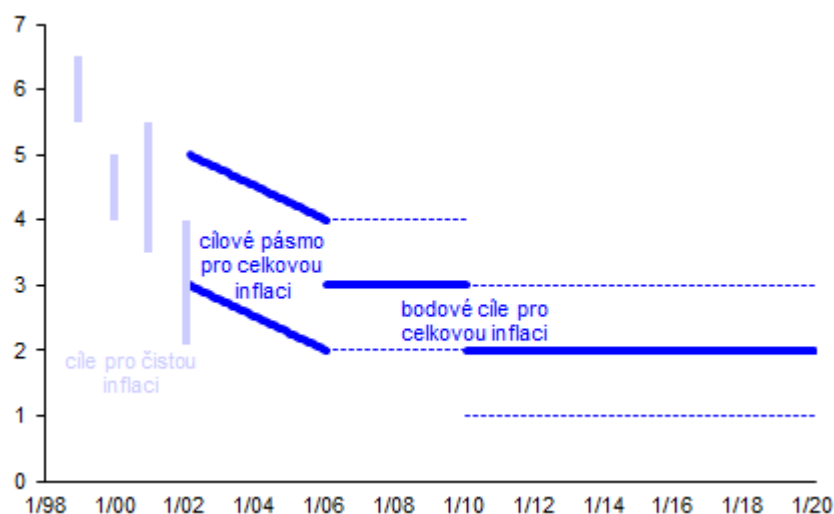
<sup>111</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 56.

<sup>112</sup>Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

<sup>113</sup>*Úloha měnové politiky* [online]. cit. 2020-02-09. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/uloha/>

2005 tak bylo vytyčeno pásmo, jehož počátek byl v lednu 2002 na úrovni 3–5 % a konec v prosinci 2005 2–4 %. Další změna nastala v roce 2006, kdy byl inflační cíl nově formulován jako konkrétní hodnota s tolerančním pásmem. Pro období od ledna 2006 byl tento cíl ve výši 3 % s tolerančním pásmem ve výši jednoho procentního bodu oběma směry, následně došlo ke snížení na úroveň 2 % (s totožným tolerančním pásmem) s platností od ledna 2010 až do přistoupení České republiky k eurozóně.<sup>114</sup>

**Graf 1 – Inflační cíle ČNB**



Zdroj: *Cilování inflace v ČR [online]. cit. 2020-02-09. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>*

### 3.2 Nástroje měnové politiky ČNB

Mezi základní nástroje používané v současné době Českou národní bankou patří především operace na volném trhu, automatické facility, povinné minimální rezervy a devizové intervence.

Pomocí **operací na volném trhu** se ČNB snaží regulovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice a nejčastěji jsou prováděny formou repo operací. Hlavním měnovým nástrojem jsou pak repo operace prováděné formou tendrů, při kterých ČNB přijme od bank přebytečnou likviditu výměnou za cenné papíry a za 14 dní, což je základní doba trvání těchto operací, proběhne reverzní transakce navýšená o úrok. Tímto úrokem je dvoutýdenní repo sazba (2T repo), která je zároveň klíčovou sazbou ČNB. Repo tendry jsou prováděné s tzv. variabilní sazbou, což znamená, že vyhlášená 2T repo sazba představuje maximální limitní sazbu, za kterou mohou být komerční banky v repo tendru

<sup>114</sup> *Cilování inflace v ČR [online]. cit. 2020-02-09. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>*

uspokojovány. Přednostně jsou tak přijaty nabídky požadující nejnižší úrokovou sazbu, dokud není dosažena výše predikovaného přebytku pro daný den. V případě, že komerční banky požadují objem, který je nad možností a záměry ČNB, jsou nabídky požadující nejvyšší sazbu odmítnuty nebo proporcionálně zkráceny. Minimální objem likvidity, který lze obchodovat, je stanoven na 300 mil. Kč a dále celé násobky 100 mil. Kč.<sup>115</sup>

Dalším měnověpolitickým nástrojem využívaným Českou národní bankou jsou **automatické facility**, které slouží k ukládání nebo poskytování likvidity přes noc, přičemž úrokové sazby uplatňované u těchto facilit vytváří koridor pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu, včetně repo sazby. V rámci depozitních facilit je komerčním bankám umožněno uložit u ČNB přes noc bez zajištění jejich přebytečnou likviditu. Žádost o uzavření obchodu však musí být podána na Odbor korunových a devizových intervencí ČNB, a to nejpozději 15 minut před uzavěrkou účetního dne systému CERTIS. Minimální objem, který je možné u ČNB uložit, činí 10 mil. Kč. Depozita jsou poté úročena diskontní sazbou, která představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. V rámci marginální zápůjční facility si mohou komerční banky od ČNB vypůjčit přes noc likviditu, která je poté úročena lombardní sazbou. Ta představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb v ekonomice. Stejně jako u depozitních facilit musí být o obchod požádáno před uzavěrkou účetního dne systému CERTIS, a to nejpozději 25 minut předem. Minimální objem činí taktéž 10 mil. Kč. Vzhledem k trvalému přebytku likvidity u bank však marginální zápůjční facility není téměř využívána.<sup>116</sup>

**Povinné minimální rezervy (PMR)** představují nástroj měnové politiky, kterým centrální banky ovlivňují objem likvidity v bankovním systému. Česká národní banka však v rámci měnové politiky tento nástroj uvedla do pozadí a v současné době v podmínkách výrazného přebytku likvidity využívá povinné minimální rezervy spíše k zabezpečení plynulého průběhu mezibankovního platebního styku. Na základě zákona o ČNB je každá komerční banka, stavební spořitelna, pobočka zahraniční banky i družstevní záložna povinna držet na svém účtu v Zúčtovacím centru ČNB přesně daný objem likvidních prostředků, tj. povinné minimální rezervy. Denní zůstatek na účtu pro plnění PMR pak musí odpovídat 2 % z průměru primárních vkladů u komerčních bank za

---

<sup>115</sup>Měnověpolitické nástroje [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>

<sup>116</sup>Tamtéž

uplynulý měsíc. Dříve se na PMR nevztahovalo úročení, ale od 12. 7. 2001 jsou úročeny dvoutýdenní repo sazbou.<sup>117</sup>

**Devizové intervence** nejsou v režimu cílování inflace nástrojem, který by se používal běžně. Jedná se o nákupy nebo prodeje cizí měny za českou korunu, které provádí ČNB na devizovém trhu za účelem utlumení volatility na devizovém trhu či zpřísnění, případně uvolnění měnové politiky. Tento nástroj nabývá na významu, jestliže dojde ke snížení úrokových sazeb na tzv. technickou nulu a další uvolnění měnové politiky pomocí snížení úrokových sazeb již není možné. V tomto případě lze dalšího uvolnění dosáhnout oslabením kurzu koruny. V této situaci se ČNB nacházela mezi podzimem 2013 a jarem 2017.<sup>118</sup>

Nastavení základních měnověpolitických nástrojů k 7. 4. 2020 je znázorněno v tabulce č. 1, kdy dvoutýdenní repo sazba je na úrovni 1,00 % poté, co byla 26. 3. 2020 na mimořádném jednání bankovní rady snížena o 0,75 procentního bodu jako reakce na koronavirovou krizi, přičemž již na běžném jednání bankovní rady ČNB 16. 3. 2020 byla snížena o 0,5 procentního bodu. Lombardní sazba se pak nachází na úrovni 2,00 % a diskontní sazba činí 0,05 %. Povinné minimální rezervy jsou na úrovni 2,00 %, a to beze změny již od 7. 10. 1999.

**Tabulka 1 – Nastavení měnověpolitických nástrojů**

<b>2T repo sazba</b>	1,00 %
<b>diskontní sazba</b>	0,05 %
<b>lombardní sazba</b>	2,00 %
<b>Povinné minimální rezervy</b>	2,00 %

*Zdroj: Vlastní tvorba na základě dat z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>*

### 3.3 Kurzový závazek 2013–2017

Období od podzimu 2013 do jara 2017 je v rámci měnové politiky ČNB známé také jako období kurzového závazku. Režim i cíl měnové politiky zůstaly beze změn, byl však využit jiný, nekonvenční nástroj, jako reakce na tehdejší ekonomickou situaci.<sup>119</sup>

Klíčovým bodem v širším dobovém kontextu je hypoteční krize, která probíhala v USA od roku 2007 a která poté o rok později vyústila v globální krizi. Česká národní

<sup>117</sup>Měnověpolitické nástroje [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>

<sup>118</sup>Tamtéž

<sup>119</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 63.

banka si mezi lety 2008–2012 vystačila s využitím standardních nástrojů měnové politiky, kdy postupně snížila své úrokové sazby o téměř 4 procentní body a ke konci roku 2008 došlo také k dočasnému oslabení koruny, což také přispělo k uvolnění měnových podmínek. Již v tomto období se však světová ekonomika včetně té české v situaci velmi nízkých úrokových sazeb postupně ubírala k využití nekonvenčních měnových nástrojů. ČNB začala diskutovat jejich možné využití v roce 2009, ačkoliv jejich použití nebylo v té době aktuální. V úvahu přicházely alternativy známé z odborné literatury, a to tzv. forward guidance (závazek ohledně budoucího vývoje krátkodobých úrokových sazeb), kvantitativní i kvalitativní uvolňování a v neposlední řadě také využití devizových intervencí.<sup>120</sup>

Konkrétnější diskuze týkající se možného využití nekonvenčních měnových nástrojů pak probíhaly v letech 2011–2012, kdy se Česká republika ocitla v recesi způsobené slabou zahraniční i domácí poptávkou. Došlo k utlumení spotřeby i investic a v důsledku toho se česká ekonomika ocitla pod svými výrobními možnostmi, vzrostla nezaměstnanost, zpomalil růst mezd a tento útlum ekonomiky se promítl do cenového vývoje. Prognózy ČNB avizovaly, že v roce 2013 klesne inflace pod dvouprocentní cíl, což naznačovalo potřebu dalšího uvolnění měnových podmínek. Reakcí bylo postupné snížení úrokových sazeb až na technickou nulu, a to 0,05 % pro 2T repo sazbu a diskontní sazbu, 0,25 % pro lombardní sazbu, čehož bylo dosaženo v roce 2012. Současně se ČNB v rámci forward guidance zavázala ponechat úrokové sazby na této hladině do té doby, než dojde k výrazným inflačním tlakům. V září 2012 již dokonce připouštěla využití devizových intervencí na oslabení koruny v případě, že bude potřeba dále uvolnit měnové podmínky. Již tímto samotným prohlášením koruna oslabila, byla však stále nadhodnocená a nedošlo k výraznému uvolnění měnových podmínek pro odvrácení deflace.<sup>121</sup>

V průběhu roku 2013 pak probíhaly diskuze o konkrétní podobě devizových intervencí, zda použít neveřejné intervenční hladiny, veřejně oznámené intervenční hladiny s možností potenciálně neomezených nákupů deviz či použití jasně formulovaného kurzového závazku. ČNB se nakonec přiklonila k veřejnému kurzovému závazku, který napomůže ovlivnit očekávání domácností, firem i ekonomických subjektů. Hlasování v rámci bankovní rady o zavedení kurzového závazku proběhlo dvakrát bez

---

<sup>120</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 63-64.

<sup>121</sup>Tamtéž, s. 65.

většinové podpory, na třetím zasedání, 7. listopadu 2013, byl návrh odsouhlasen.<sup>122</sup> Bankovní rada v poměru hlasů 4:3 rozhodla, že „*ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.*“<sup>123</sup> Návrh tak byl přijat nejtěsnějším možným poměrem hlasů, podle Tomáše Holuba, člena bankovní rady, který byl v té době u toho v roli ředitele sekce měnové a statistiky, to však na rozhodnutí nevrhá žádný stín pochybnosti, ale je to spíše důkazem toho, že „*debata byla pečlivá a zaznělo v ní vše podstatné pro to, aby mohla bankovní rada nakonec učinit uvážlivé kolektivní rozhodnutí.*“<sup>124</sup>

Zavedení kurzového závazku vyvolalo řadu reakcí včetně kritiky. Česká národní banka při svých úvahách vycházela z nové keynesovské ekonomie, která představovala střední proud soudobé ekonomické teorie. Východiskem tak bylo přesvědčení o škodlivosti deflace tažené nedostatečnou poptávkou, důraz na cenovou stabilitu a stanovený inflační cíl, aktivní ukotvení inflačních očekávání v blízkosti toho cíle, důraz na stabilizační roli měnové politiky v průběhu hospodářského cyklu a také chápání měnového kurzu jako nástroje, pomocí kterého se ekonomika dokáže přizpůsobit šokům. Odpůrci pak především zpochybňovali hrozbu deflace, vnímali ji spíše jako něco pozitivního či neutrálního. Také byl zpochybňován samotný režim měnové politiky v podobě cílování inflace a stanovený inflační cíl.<sup>125</sup> Podle V. Klause označuje ČNB inflaci nižší než 2 % jako „*podstřelování inflačního cíle.*“ Pro občany je však taková míra inflace žádoucí, jelikož neznehodnocuje jejich peníze a mělo by tak dojít spíše k přehodnocení inflačního cíle centrální bankou než vinit ekonomiku, že „*podstřeluje*“ jimi stanovený inflační cíl.<sup>126</sup> Krok ČNB byl vnímám také jako překvapivý, přestože byl avizován již dlouhou dobu předem a odpůrci označen jako příliš „*aktivistický.*“<sup>127</sup>

Po vyhlášení kurzového závazku koruna během chvíle oslabila na požadovanou úroveň a vysoká důvěryhodnost v tento závazek znamenala, že intervenovat na jeho

---

<sup>122</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 66.

<sup>123</sup>*Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. listopadu 2013* [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/br\\_zapisy\\_z\\_jednani/2013/download/pt\\_2013\\_07.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/galleries/br_zapisy_z_jednani/2013/download/pt_2013_07.pdf)

<sup>124</sup>HOLUB, T. *Kurzový závazek bylo mimořádné opatření v mimořádné době* [online]. cit. 2020-02-13. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Kurzovy-zavazek-bylo-mimoradne-opatreni-v-mimoradne-dobe/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Kurzovy-zavazek-bylo-mimoradne-opatreni-v-mimoradne-dobe/)

<sup>125</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 67.

<sup>126</sup>KLAUS, V. *Byla deflace opravdu hrozbou?* Praha: Institut Václava Klause, 2014, s. 31.

<sup>127</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 67.



podporu bylo třeba jen první čtyři dny. Jak je zřejmé z grafu č. 2, ČNB na tyto intervence vynaložila 7,5 mld. eur, což se dá pokládat za relativně malou částku na to, že dalších 19 měsíců se kurz koruny pohyboval nad vyhlášenou úrovní bez potřeby dalších intervencí.

**Graf 2 – Kurzový závazek**



Zdroj: FILÁČEK, J. et KRÁL, P. *Ohlédnutí za ukončených kurzovým závazkem* [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/aeb36a95-3bf5-11e8-9e70-5254004e4603>

Změna nastala až v létě 2015, kdy pokračující příznivý vývoj domácí ekonomiky v kombinaci s kvantitativním uvolňováním Evropské centrální banky vyvolal tlaky na posílení koruny a ČNB tak musela znovu intervenovat.<sup>128</sup>

Ke konci roku 2016 se inflace přiblížila ke dvouprocentnímu cíli a vývoj domácí ekonomiky pokračoval pozitivně, což vytvořilo podmínky pro návrat k neutrálnímu nastavení měnové politiky. Prvním krokem bylo samozřejmě ukončení kurzového závazku. Již od jeho zavedení komunikovala ČNB o jeho případném ukončení velmi otevřeně, a to především prostřednictvím tzv. tvrdého závazku, který zaručoval minimální délku kurzového závazku. V důsledku zahraničního vývoje, který vedl k nízké domácí inflaci, se tento tvrdý závazek několikrát prodloužil. Jeho poslední prodloužení nastalo v září 2016, kdy ČNB uvedla, že kurzový závazek neukončí dříve než ve druhém čtvrtletí

<sup>128</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 69.

2017. Tak se i stalo a na mimořádném jednání bankovní rady 6. dubna 2017 bylo rozhodnuto o ukončení závazku (tzv. exitu).<sup>129</sup>

Transparentnost ČNB ohledně ukončení závazku pak značně přispěla k tomu, že exit proběhl hladce a tedy úspěšně. V posledních měsících kurzového závazku vzrostla poptávka domácích vývozců ohledně zajištění proti kurzovému riziku a došlo také k budování masivních korunových pozic finančních investorů, kteří očekávali, že koruna po ukončení kurzového závazku značně posílí. Pro ČNB to znamenalo, že v prvním čtvrtletí 2017 musela v značném objemu intervenovat v neprospěch koruny. Za celou dobu trvání kurzového závazku ČNB v rámci devizových intervencí nakoupila 75,9 mld. eur, což vedlo výraznému nárůstu devizových rezerv a tím i „překoupenosti“ trhu s korunou.<sup>130</sup> Podle guvernéra Jiřího Rusnoka byla právě překoupenost trhu, tedy pozice zahraničních hráčů, jedním z faktorů, který způsobil, že koruna po exitu posílila k euru jen o několik haléřů. Dále to bylo zapříčiněno také tím, že odchod z kurzového závazku byl avizován dlouho dopředu, nebyl tak překvapivý a dal trhu možnost se na tento krok připravit.<sup>131</sup>

### 3.4 Ekonomická situace vs. stanovený cíl

Česká národní banka má za svůj cíl udržet inflaci na 2 % s tolerančním pásmem  $\pm 1$  % na obě strany. V současné době se však inflace nachází nad horní hranicí tolerančního pásma. V roce 2019 se zpočátku růst spotřebitelských cen držel v koridoru 2–3 %, tedy ještě v tolerančním pásmu, v listopadu však došlo k překročení hranice 3 %. V únoru 2020 pak spotřebitelské ceny vzrostly dokonce o 3,7 %. Meziroční růst HDP ve 4. čtvrtletí 2019 činil 2 %, míra nezaměstnanosti v tom samém kvartále dosáhla taktéž 2 %.<sup>132</sup> Klíčová sazby ČNB, 2T repo sazba, se nacházela nejvýše za poslední roky v únoru 2020, a to po zvednutí na 2,25 %. Tímto zpřísnování měnových podmínek pak bylo sledováno především postupné navrácení vysoké inflace ke stanovenému cíli. Nedlouho na to však muselo nastat přehodnocení situace z důvodu koronavirové krize a bankovní rada rozhodla o uvolnění měnových podmínek. ČNB počítá s tím, že se inflační cíl v následujících měsících nepodaří splnit a ceny porostou kvůli narušeným

<sup>129</sup>TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018, s. 70.

<sup>130</sup>Tamtéž, s. 70.

<sup>131</sup>RUSNOK, J. *Ukončení intervencí není důvod k obavám* [online]. cit. 2020-02-13. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ukonceni-intervenci-neni-duvod-k-obavam>

<sup>132</sup>Český statistický úřad [online]. cit. 2020-04-12. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>

dodávkám ze zahraničí a oslabenému kurzu koruny. ČNB připouští další možné snížení sazeb a pokud si to vyžádá ekonomická situace, tak je připravena přijmout opatření, která vyřeší případné problémy s likviditou ve finančním sektoru, tedy zajistí, aby byly banky schopny nadále financovat veškeré aktivity firem i domácností.<sup>133</sup>

---

<sup>133</sup>BENDA, V. *Idyla byla roztrhána na kusy. ČNB teď dostala možnost hodit záchranný kruh* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Idyla-byla-roztrhana-na-kusy.-CNB-ted-dostala-moznost-hodit-zachranny-kruh/](https://cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Idyla-byla-roztrhana-na-kusy.-CNB-ted-dostala-moznost-hodit-zachranny-kruh/)

## 4 Definice cílů měnových politik vybraných centrálních bank

Následující kapitola se bude zabývat tím, jak různě mohou být definovány cíle měnových politik a zda toto rozdílné definování má nějaký zásadní vliv na výsledky měnové politiky. Komparace těchto definic bude probíhat u vybraných centrálních bank, přičemž společným rysem je jejich měnověpolitický režim, a to cílování inflace.

### 4.1 Evropská centrální banka

Evropská centrální banka (ECB) má mezi centrálními bankami speciální postavení, neboť zodpovídá za jednotné řízení měnové politiky v několika zemích, konkrétněji v celé eurozóně, tedy ve státech, které zavedly euro. Centrální banky jednotlivých států eurozóny pak nemají možnost provádět vlastní měnovou politiku. ECB byla oficiálně ustanovena k 1. červenci 1998 a sídlí ve Frankfurtu nad Mohanem. Nejvyšším orgánem je Výkonná rada, která se skládá z prezidenta ECB, viceprezidenta ECB a čtyřech dalších členů. Hlavním rozhodovacím orgánem je Rada guvernérů, ve které zasedá Výkonná rada a guvernéri centrálních bank jednotlivých států eurozóny. Hlavním úkolem Rady guvernérů je pak určování měnové politiky v eurozóně, tedy její zaměření, nastavení klíčových úrokových sazeb a vytváření měnových rezerv.<sup>134</sup>

Primárním cílem ECB je v souladu se Smlouvou o fungování EU zajištění cenové stability. Vedle tohoto hlavního cíle má však stanoven i vedlejší cíl, a to podporu obecné hospodářské politiky EU přispívající k dosažení cílů EU, mezi kterými je mimo jiné i udržitelný hospodářský růst a plná zaměstnanost.<sup>135</sup> Co se týče kvantitativního určení cenové stability, Rada guvernérů ji definovala jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen pro eurozónu o méně než 2 %, přičemž později byl inflační cíl zpřesněn a ECB si klade za cíl dosahování inflace blízko, ale pod 2 % („*below, but close to 2%*“). Stanovení inflačního cíle je tak bodové bez použití tolerančního pásma.<sup>136</sup>

V roce 2019 se inflace držela pod 2 %, nejvyšší pak byla v dubnu, kdy měla hodnotu 1,7 %, a nejnižší naopak v říjnu s hodnotou 0,7 %. Poté chvíli vystoupala nad 1% hranici, v prosinci byla na úrovni 1,3 %, ale v březnu 2020 se vrátila zpět na 0,7 %.<sup>137</sup>

---

<sup>134</sup>POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013, s. 45-46.

<sup>135</sup>*Objective of monetary policy* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>

<sup>136</sup>*Strategy* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>

<sup>137</sup>*Inflation rate* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://sdw.ecb.europa.eu/>

## 4.2 Americký Fed

Fed, neboli Federální rezervní systém, je centrální bankou Spojených států amerických a byl ustanoven zákonem *Federal Reserve Act* v roce 1913 za účelem regulace měnového a bankovního systému. Mezi základní složky Fedu patří sedmičlenná rada guvernérů a dvanáct federálních bank s pětadvaceti pobočkami. Tato sedmičlenná rada společně s pěti prezidenty regionálních federálních rezervních bank tvoří Federální výbor pro volný trh (Federal Open-market Committee, FOMC), který stanovuje klíčovou úrokovou sazbu. Podle Humphrey-Hawkinsova zákona pak předseda podává zprávu o ekonomickém stavu a provádění měnové politiky před Kongresem, a to dvakrát za rok.<sup>138</sup>

Cíl měnové politiky je v souladu s výše zmíněným zákonem z roku 1913 a ten udává, že hlavním cílem Fedu je dosahování plné zaměstnanosti, stabilních cen a umírněných dlouhodobých úrokových sazeb. Výbor FOMC pak v roce 2012 tento mandát definoval konkrétněji, a to jako dosahování inflace ve výši 2 %, přičemž k měření je používán cenový index PCE (Personal Consumption Expenditures). Toleranční pásmo pro inflaci není stanoveno.<sup>139</sup>

Míra inflace se v průběhu roku 2019 držela více či méně pod cílem 2 %. Ten byl však v listopadu překročen a v prosinci 2019 bylo dosaženo 2,3 %.<sup>140</sup> Míra nezaměstnanosti byla v prosinci 2019 na úrovni 3,5 % a úroková sazba se v té době pohybovala na hodnotě 1,75 %. Na mimořádném zasedání kvůli koronavirové krizi 3. března však byla snížena o 0,5 procentního bodu.<sup>141</sup>

## 4.3 Britská Bank of England

Historie Bank of England (BoE) je velmi bohatá a sahá až do roku 1694, kdy byla zřízena za účelem poskytnutí válečných úvěrů pro království. Její poslání tak tehdy neodpovídalo poslání centrální banky v moderní době. BoE je řízena direktoriem (Court of Directors), v jehož čele je guvernér. Všichni členové direktoria jsou pak jmenování

---

<sup>138</sup>JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 533-535.

<sup>139</sup>*Function: Conducting Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_3.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf)

<sup>140</sup>*Monthly 12-month inflation rate in the United States from March 2019 to March 2020* [online]. cit. 2020-04-17. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/273418/unadjusted-monthly-inflation-rate-in-the-us/>

<sup>141</sup>*Monitoring centrálních bank I/2020* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring\\_centralnich\\_bank/2001\\_mcb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring_centralnich_bank/2001_mcb.pdf)

britskou královnou. Současný právní rámec měnové politiky vychází ze zákona o centrální bance z roku 1998 (*Bank of England Act of 1998*), který dává BoE pravomoc ve stanovování úrokových sazeb. Inflační cíl je však stanoven vládou a za jeho plnění je zodpovědný devítičlenný Výbor pro měnovou politiku (Monetary Policy Committee, MPC), který se skládá z guvernéra, dvou viceguvernéřů a šesti dalších členů.<sup>142</sup>

Cílem měnové politiky BoE je cenová stabilita, jako vedlejší cíl má pak za úkol podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády, která se snaží především o ekonomický růst a vysokou zaměstnanost.<sup>143</sup> Definici cenové stability má v kompetenci vláda, a ta za inflační cíl určila 2 %. Toleranční pásmo není explicitně určeno, ale teoreticky existuje. Pokud totiž dojde k situaci, kdy je cíl překročen o více než 1 % oběma směry, musí guvernér tuto odchylku zdůvodnit v dopise ministerstvu financí.<sup>144</sup>

V roce 2019 se inflace držela poměrně blízko spodní hranice 2% cíle, větší propad pak nastal v říjnu, kdy růst spotřebitelských cen činil meziročně 1,5 %, v prosinci se jednalo dokonce o hodnotu 1,4 %. V lednu 2020 se inflace opět přiblížila cíli v podobě 1,8 %.<sup>145</sup> Co se týče meziročního růstu HDP, tak ve 4. kvartále 2019 dosáhl 1,1 %. Úroková sazba byla v březnu na mimořádném zasedání snížena z její úrovně 0,75 %, na které se držela celý rok 2019, o 0,5 procentního bodu.<sup>146</sup>

#### 4.4 Novozélandská Reserve Bank of New Zealand

Centrální banka Nového Zélandu (RBNZ) byla založena v roce 1934 jako instituce nezávislá na vládě, která měla za úkol udržovat hodnotu novozélandské měny. Již o rok později však byla podřízena vládní kontrole a nemohla sama určovat měnovou politiku. V následujících letech bylo několikrát změněno její řízení, ale faktickou nezávislost nezískala nikdy, vždy mohla měnovou politiku ovlivnit pouze přesvědčením vlády o svých ekonomických názorech. Změnu přinesla až vysoká inflace v 80. letech, která rozpoutala diskuzi o možné změně charakteru měnové politiky. Vláda se pak společně s RBNZ dohodla na zavedení režimu cílování inflace. Tento zákon z roku 1989

---

<sup>142</sup>JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004, s. 544-556.

<sup>143</sup>*Bank of England Market Operations Guide: Our objectives* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/our-objectives>

<sup>144</sup>*Inflation and the 2 % target* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>

<sup>145</sup>*Consumer price inflation, UK: January 2020* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/january2020>

<sup>146</sup>*Monitoring centrálních bank I/2020* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring\\_centralnich\\_bank/2001\\_mcb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring_centralnich_bank/2001_mcb.pdf)

pak také stanovil, že guvernér a ministr financí budou uzavírat dohodu o cílech měnové politiky (Policy Targets Agreement, PTA), přičemž dohoda bude platná po celý mandát guvernéra. Zároveň činila guvernéra osobně zodpovědného za dosažení cílů a také odvolatelného. Cílem měnové politiky tak byla dle zákona cenová stabilita, které bylo dosahováno prostřednictvím cílování inflace. RBNZ se stala první centrální bankou světa, která jako první začala oficiálně uplatňovat režim cílování inflace. V první dohodě PTA byl stanoven cíl v podobě pásma 0–2 %.<sup>147</sup>

Po revizi zákona o RBNZ došlo k transformaci měnové politiky. V dubnu 2019 byl v rámci dodatku rozšířen mandát RBNZ na duální, což znamená, že kromě cíle měnové politiky v podobě dosahování cenové stability bude RBNZ dále podporovat i maximální zaměstnanost. Dále byl také ustanoven měnověpolitický výbor (MPC), který se stal zodpovědný za měnověpolitická rozhodování, což bylo dříve v pravomoci pouze guvernéra. Cenová stabilita je definovaná jako dosažení inflace 2 %, přičemž existuje toleranční pásmo 1–3 %, ve kterém se má inflace ve střednědobém horizontu udržet.<sup>148</sup>

Ve čtvrtém kvartále 2019 se inflace držela těsně pod inflačním cílem na 1,9 %, míra nezaměstnanosti dosáhla v prosinci téhož roku 4,0 %, přičemž se jedná o nejnižší úroveň od roku 2009.<sup>149</sup> Úroková sazba se během roku 2019 snížila z 1,5 % na hranici 1,0 %, kde setrvala až do mimořádného snížení na 0,75 % kvůli koronavirové krizi.<sup>150</sup>

## 4.5 Kanadská centrální banka

Kanadská centrální banka (Bank of Canada, BoC) započala svoji činnost v roce 1935, jednalo se však tehdy ještě o akciovou společnost. V následujících letech se stát výrazně podílel na kapitálu banky, což nakonec v roce 1938 vyústilo k jejímu znárodnění. V roce 1967 byl přijat nový zákon o centrální bance, který nadále určoval jistou podřízenost banky vládě, neboť veškeré kroky týkající se měnové politiky musely být konzultovány s ministerstvem financí, přičemž při neshodách mělo formou nařízení rozhodující slovo ministerstvo. Co se týče měnové politiky, BoC zpočátku sledovala

---

<sup>147</sup> *Monitoring centrálních bank – červen 2018* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/gallerys/monitoring\\_centralnich\\_bank/1802\\_mcb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/gallerys/monitoring_centralnich_bank/1802_mcb.pdf)

<sup>148</sup> *Monetary Policy Handbook* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: <https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/monetary-policy-handbook/Monetary-Policy-Handbook.pdf?revision=4922a7fe-d539-4cab-a0d6-9bd47fb152fa>

<sup>149</sup> *Employment* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: <https://www.rbnz.govt.nz/statistics/key-graphs/key-graph-employment>

<sup>150</sup> *Official Cash Rate (OCR) decisions and current rate* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: <https://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/official-cash-rate-decisions>

především regulaci krátkodobé úrokové míry a měnové agregáty. Vzhledem k úzkým vazbám na americkou ekonomiku byl i měnový vývoj v Kanadě pod vlivem vývoje ve Spojených státech amerických, v 90. letech se však BoC z vlivu postupně vymanila a snažila se provádět měnovou politiku více samostatně. V roce 1991 pak přešla na režim cílování inflace a byla tak po novozélandské centrální bance teprve druhou bankou světa, která tento měnověpolitický režim oficiálně zavedla.<sup>151</sup>

Mandát BoC je zákonem definován poněkud obecně, a to jako podpora stability měny, produkce, cen, zaměstnanosti a také hospodářského a finančního blahobytu Kanady.<sup>152</sup> I když v zákoně není cíl měnové politiky blíže specifikován, je jím cenová stabilita, konkrétněji dosažení nízké, stabilní a předvídatelné inflace, která je definována jako hodnota 2 %. K tomuto bodovému cíli je pak určeno i toleranční pásmo 1–3 %.<sup>153</sup>

V roce 2019 se inflace nacházela v tolerančním pásmu, přičemž postupně rostla z lednové hodnoty 1,4 % a několikrát dosáhla cílové hodnoty 2 % nebo se držela poblíž. Ke konci roku 2019 pak došlo k mírnému nárůstu na 2.2 %.<sup>154</sup>

#### 4.6 Švýcarská centrální banka

Centrální banka ve Švýcarsku byla založena především z důvodu potřeby centralizace emise bankovek, jelikož v té době na území Švýcarska obíhalo několik desítek různých druhů měn. V roce 1891 pak bylo v rámci Ústavy přijato rozhodnutí o centralizované emisi a také o nutnosti založení centrální banky. Vládní návrh na státní banku byl v referendu odmítnut, v roce 1905 tak byla založena Švýcarská národní banka (Schweizerische Nationalbank, SNB) jako akciová společnost, přičemž svoji činnost zahájila v roce 1907. K realizaci již zmiňované centralizované emise pak došlo o tři roky později. Hlavními akcionáři banky jsou kantony, kantonální banky a další veřejné orgány a instituce, zbytek vlastní soukromé osoby. Stát SNB žádný podíl nevlastní.<sup>155</sup>

Hlavním cílem SNB je podle zákona péče o cenovou stabilitu, přičemž má zohledňovat ekonomický vývoj. Cenová stabilita je blíže definována jako inflace pod 2 %, není tedy kvantifikována žádnou bodovou hodnotou, ale jako rozpětí 0–2 %.

---

<sup>151</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 502.

<sup>152</sup>*Bank of Canada Act* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: [https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/act\\_loi\\_boc\\_bdc.pdf](https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/act_loi_boc_bdc.pdf)

<sup>153</sup>*Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/>

<sup>154</sup>*Consumer Price Index, 2000 to Present* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.bankofcanada.ca/rates/price-indexes/cpi/>

<sup>155</sup>REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 505.



Prognóza inflace ve střednědobém horizontu pak slouží SNB jako hlavní podklad pro měnověpolitická rozhodnutí.<sup>156</sup>

Inflace se v roce 2019 držela na hodnotách pod 1 %, v říjnu a listopadu pak dokonce dosáhla záporných hodnot. V prosinci 2019 pak byla inflace na úrovni 0,2 %.<sup>157</sup> Klíčová úroková sazba (SNB policy rate) již od června 2019 setrvává beze změn na úrovni -0,75 %.<sup>158</sup>

## 4.7 Švédská Riksbank

Švédská Riksbank je nejstarší bankou na světě. Založena byla již v roce 1668, kdy vznikla ze soukromé obchodní banky (Stockholms Banco), která se tehdy nacházela ve velkých problémech.<sup>159</sup> Riksbank má svůj měnověpolitický cíl stanovený zákonem (Sveriges Riksbank Act) a je jím dosažení cenové stability. Tato stabilita je blíže specifikována jako 2% inflace měřená indexem spotřebitelských cen, který předpokládá fixní úrokové sazby z hypotečních úvěrů (CPIF).<sup>160</sup> Od roku 2017 pak banka využívá i toleranční pásmo 1–3 %, kterým se snaží eliminovat nejistoty plynoucí z nedosažení přesné cílové hodnoty 2 %.<sup>161</sup>

Hodnota inflace (CPIF) zůstala ke konci roku 2019 pod cílovou hodnotou, v prosinci byla na úrovni 1,7 %. Od počátku roku 2020 pak hodnota klesla až k 0,6 % (březen 2020).<sup>162</sup>

## 4.8 Maďarská centrální banka

Maďarská centrální banka (Magyar Nemzeti Bank, MNB) má dle zákona jako svůj hlavní cíl udržení cenové stability. Mimo ten má stanoven i vedlejší cíl, kterým je

---

<sup>156</sup>*Goals and Responsibilities of the SNB (overview)* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: [https://www.snb.ch/en/i/about/snb/id/snb\\_tasks](https://www.snb.ch/en/i/about/snb/id/snb_tasks)

<sup>157</sup>*Consumer prices – total* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://data.snb.ch/en/topics/uvo#!/cube/plkopr>

<sup>158</sup>*Current interest rates and Exchange rates* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: [https://www.snb.ch/en/i/about/stat/statrep/id/current\\_interest\\_exchange\\_rates#t2](https://www.snb.ch/en/i/about/stat/statrep/id/current_interest_exchange_rates#t2)

<sup>159</sup>*Historical timeline* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/historical-timeline/>

<sup>160</sup>*The Tasks of the Riksbank* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/the-tasks-of-the-riksbank/>

<sup>161</sup>*The Inflation Target* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/the-inflation-target/>

<sup>162</sup>*Inflation rate According to CPIF, annual changes, percent* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/prices-and-consumption/consumer-price-index/consumer-price-index-cpi/pong/tables-and-graphs/cpi-with-fixed-interest-rate-cpif-cpi-ct-and-cpi-xe/cpi-annual-changes/>

podpora obecné hospodářské politiky vlády.<sup>163</sup> Cenová stabilita je v současné době definována jako 3% inflace ve střednědobém horizontu měřená indexem CPI, která je od roku 2015 komunikována včetně tolerančního pásma  $\pm 1$  % na obě strany. K režimu cílování inflace přešla MNB v roce 2001 a tehdy byl stanoven inflační cíl 7 % pro konec roku a 4,5% cíl pro konec roku následujícího. Zpočátku byly také inflační cíle stanovovány na roční bázi, od roku 2005 však MNB využívá cílování ve střednědobém horizontu.<sup>164</sup>

V roce 2019 setrvala inflace v tolerančním pásmu, v lednu dosáhla úrovně 2,7 %, následně pak došlo k jejímu růstu nad cílovou 3% hodnotu, poté opět klesla do dolního tolerančního pásma. V prosinci 2019 se pak hodnota inflace vyšplhala na 4,0 %, v lednu 2020 dokonce růst pokračoval až na 4,7 %.<sup>165</sup>

#### 4.9 Norská Norges Bank

Norges bank (NB) má za hlavní cíl měnové politiky určenou cenovou stabilitu, která je konkrétněji definována jako inflace blížící se 2 %. Tento 2% inflační cíl byl stanoven v roce 2018 a není určeno žádné toleranční pásmo. NB nemá vymezen žádný vedlejší cíl, ale uvádí, že cílování inflace má přispět k vysokému a stabilnímu výstupu a zaměstnanosti a zabránit vzniku finančních nerovnováh.<sup>166</sup>

Na počátku roku 2019 se inflace blížila ke 3 %, od června však klesla pod inflační cíl a v prosinci byla dokonce na úrovni 1,4 %. V lednu 2020 se inflace opět přiblížila cíli, ale poté opět klesla až na březnovou hodnotu 0,7 %.<sup>167</sup>

#### 4.10 Polská centrální banka

Polská centrální banka (Narodowy Bank Polski, NBP) dle zákona usiluje o cenovou stabilitu. Kromě tohoto hlavního cíle má pak stanoven i vedlejší cíl, kterým je podpora obecné hospodářské politiky vlády, pokud to není v rozporu s cílem hlavním.<sup>168</sup>

---

<sup>163</sup>Act CXXXIX of 2013 on the Magyar Nemzeti Bank [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-torveny-2020-04-01-en.pdf>

<sup>164</sup>Inflation Targeting [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/monetary-policy-framework/inflation-targeting>

<sup>165</sup>Hungarian Central Statistical Office [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.ksh.hu/?lang=en>

<sup>166</sup>Regulation on Monetary Policy [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.norges-bank.no/en/topics/about/Mission-core-responsibilities/Legislation/Regulation-on-Monetary-Policy/>

<sup>167</sup>Inflation Indicators [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.norges-bank.no/en/topics/Statistics/Inflation/Inflation-indicators/>

<sup>168</sup>The Act of Narodowy Bank Polski of 29 August 1997 [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: [https://www.nbp.pl/en/aktyprawne/the\\_act\\_on\\_the\\_nbp.pdf](https://www.nbp.pl/en/aktyprawne/the_act_on_the_nbp.pdf)

V roce 1999 NBP zavedla v rámci svého provádění měnové politiky režim cílování inflace. Od roku 2004 je jako bodová hodnota inflačního cíle stanovena úroveň 2,5 %, přičemž existuje toleranční pásmo  $\pm 1$  % na obě strany.<sup>169</sup>

V říjnu 2019 dosáhla inflace cílované hodnoty, tedy meziroční růst cen činil 2,5 %. Poté se inflace dostala do horního tolerančního pásma a v prosinci vystoupala až na hodnotu 3,4 %. Po novém roce růst cen neustal a v únoru 2020 inflace vyšplhala na úroveň 4,7 %. Došlo tak k překročení horní hranice tolerančního pásma o více než 1 %.<sup>170</sup>

#### 4.11 Centrální banka Japonska

Centrální banka Japonska (Bank of Japan, BoJ) má své kořeny v 19. století, kdy byla v roce 1882 zákonem založena Nippon Ginko. Jednalo se přitom o akciovou společnost, která však podléhala silnému dohledu a vlivu ze strany ministerstva financí a guvernér byl jmenován císařem. Vliv akcionářů tak byl minimální.<sup>171</sup> V současnosti již BoJ není akciovou společností, ale je samostatnou právnickou osobou, přičemž vládní podíl na kapitálu nesmí být dle zákona menší než 55 %. Zákon o centrální bance (Bank of Japan Act) také udává, že musí být respektována nezávislost BoJ, ale zároveň musí BoJ svoji politiku musí konzultovat s vládou tak, aby byly respektovány cíle obou institucí a nedocházelo k jejich kolizím.<sup>172</sup> Co se týče měnové politiky, BoJ musela dříve sledovat čtyři cíle – cenovou stabilitu, podporu ekonomického růstu, podporu zaměstnanosti a rovnovážnou platební bilanci. V roce 1997 pak byly tyto cíle omezeny na dva – cenovou stabilitu a ekonomický růst.<sup>173</sup>

Podle aktuální verze zákona je hlavním cílem měnové politiky BoJ dosáhnout cenové stability a tím má přispět ke zdravému vývoji národního hospodářství. Cenová stabilita je blíže definována jako inflace na úrovni 2 % bez tolerančního pásma. Tato hodnota byla bankou určena v roce 2013 a k měření se používá index CPI.<sup>174</sup>

---

<sup>169</sup> *Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: [https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka\\_pieniezna.html](https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html)

<sup>170</sup> *Statistics* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/core.html>

<sup>171</sup> REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 503.

<sup>172</sup> *Bank of Japan Act* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail?id=92&vm=02&re=01>

<sup>173</sup> REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, s. 504.

<sup>174</sup> *Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>

Inflace je v Japonsku v současné době na nízké úrovni. V dubnu 2019 se nacházela na úrovni 0,9 %, poté postupně klesala až dosáhla hodnoty 0,2 % za září a říjen. V prosince došlo opět k růstu cenové hladiny, a to na 0,8 %.<sup>175</sup>

#### 4.12 Australská Reserve Bank of Australia

Centrální banka Austrálie (RBA) má zákonem (Reserve Bank Act) definováno několik cílů, a to stabilitu australského dolaru, dosažení plné zaměstnanosti a zajištění ekonomické prosperity a blahobytu občanů.<sup>176</sup> K jejich dosažení využívá RBA od 90. let cílování inflace, přičemž inflační cíl je komunikován jako průměrná hodnota míry inflace ve střednědobém horizontu v rozmezí 2–3 %.<sup>177</sup>

Inflace měřená pomocí indexu CPI se již několik let drží pod stanoveným inflačním cílem nebo v jeho těsném okolí. V roce 2019 inflace dosáhla v březnu hodnoty 1,3 %, v prosinci pak vyšplhala na úroveň 1,8 %.<sup>178</sup>

#### 4.13 Komparace cílů

Pro komparaci cílů měnové politiky byla provedena analýza těchto cílů a jejich definování u 13 centrálních bank. Jedná se o významné centrální banky z Evropské unie i mimo Evropskou unii a byly vybrány z toho důvodu, že provádí měnovou politiku pomocí stejného měnověpolitického režimu, a tím je cílování inflace. Mezi vybranými bankami pak je Česká národní banka (ČNB), jejíž cíl byl analyzován blíže ve třetí kapitole, dále pak Evropská centrální banka (ECB), americký Federal Reserve System (Fed), britská Bank of England (BoE), novozélandská Reserve Bank of New Zealand (RBNZ), kanadská Bank of Canada (BoC), švýcarská Schweizerische Nationalbank (SNB), švédská Riksbank, maďarská Magyar Nemzeti Bank (MNB), norská Norges Bank (NB), polská Narodowy Bank Polski (NBP), japonská Bank of Japan (BoJ) a australská Reserve Bank of Australia (RBA). Veškerá podstatná data pro komparaci a analýzu jsou shrnuta v tabulce č. 3.

---

<sup>175</sup> *Japan Inflation Rate* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>

<sup>176</sup> *Our Role* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.rba.gov.au/about-rba/our-role.html>

<sup>177</sup> *Inflation Target* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.rba.gov.au/monetary-policy/inflation-target.html>

<sup>178</sup> *Measures of Consumer Price Inflation* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.rba.gov.au/inflation/measures-cpi.html>

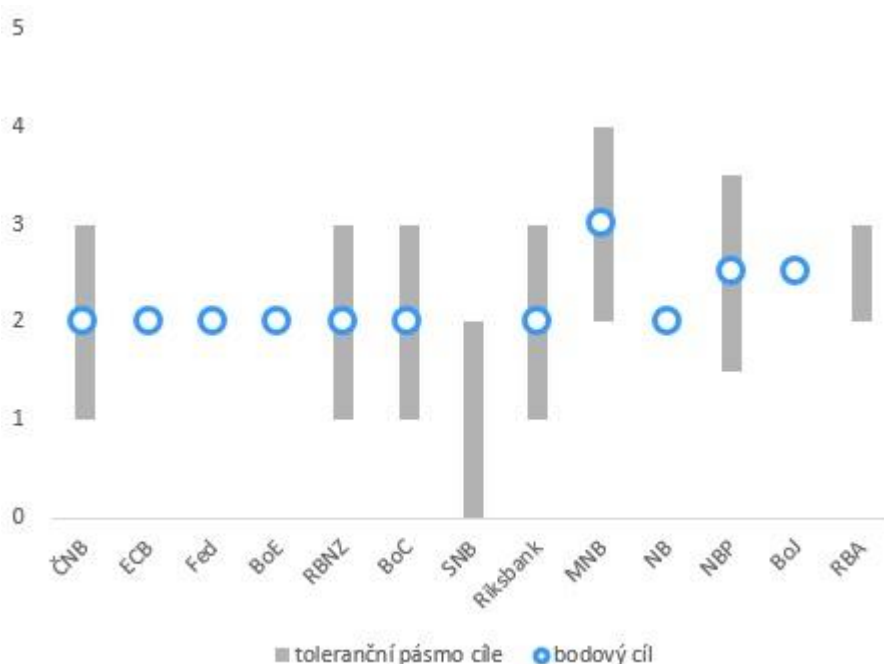
Z výše uvedené analýzy vyplývá, že 10 ze 13 centrálních bank má zákonem stanovenou cenovou stabilitu jako svůj jediný hlavní cíl. Novozélandská RBNZ má pak od dubna 2019 duální mandát, to znamená, že kromě dosažení cenové stability má podporovat i maximální zaměstnanost. Americký Fed je taktéž zákonem pověřen kromě péče o cenovou stabilitu také dosažením plné zaměstnanosti, navíc má ale určeno i udržovat dlouhodobé úrokové sazby na umírněné výši. Výjimku pak tvoří australská RBA, která sice cílí inflaci, ale zákonem má stanoveno, že hlavním cílem je podpora stability australského dolaru, plné zaměstnanosti a také má zajistit ekonomickou prosperitu a blahobyt občanů.

Kromě hlavního cíle má 6 ze 13 vybraných centrálních bank zákonem vymezen i vedlejší cíl, přičemž většinou se jedná o podporu hospodářské politiky vlády, v případě ECB pak o podporu obecné hospodářské politiky EU se záměrem přispět k dosažení cílů EU. Švýcarské SNB zákon vymezuje, že při dosahování svého hlavního cíle, kterým je cenová stabilita, musí zohlednit ekonomický vývoj. V případě ČNB, ECB, polské NBP a maďarské MBP je v zákoně explicitně uvedeno, že dosahovat a naplňovat vedlejší cíl mají pouze „*pokud tím není dotčen hlavní cíl.*“ Britská BoE pak tuto podmínku v zákoně uvedenou nemá.

Co se týče stanovení inflačního cíle, 11 ze 13 analyzovaných bank má cíl stanoven jako konkrétní bodovou hodnotu, přičemž ECB má tuto hodnotu blíže konkretizovanou jako „*blízko, ale pod 2 %*“ a norská NB uvádí taktéž „*poblíž 2 %*“, ovšem již se může jednat i o hodnotu vyšší než 2 %. Švýcarská SNB cíl stanovila jako inflaci „*do 2 %*“, tedy jako rozpětí 0–2 %, taktéž australská RBA využívá pro cílování rozpětí, a to 2–3 %. Ve většině případech je pak inflační cíl, pokud je určen bodovou hodnotou, stanoven na úrovni 2 %, pouze maďarská MNB cílí inflaci na úrovni 3 % a polská NBP 2,5 %.

Pokud centrální banka cílí inflaci jako konkrétní bodovou hodnotu, má také možnost komunikovat tzv. toleranční pásmo, v rámci kterého hodnoty inflace ještě toleruje a nepodniká kroky k nápravě. Takové pásmo si vymezilo 6 z 11 centrálních bank, které cílí konkrétní hodnotu inflace, a to buď jako rozpětí, v tomto případě se jednalo vždy o rozpětí 1–3 %, nebo jako symetrickou odchylku na obě strany, taktéž se jednalo vždy o  $\pm 1$  procentní bod na obě strany. Inflační cíle centrálních bank včetně případných tolerančních pásem jsou znázorněny v grafu č. 3.

Graf 3 – Inflační cíle centrálních bank



Zdroj: Vlastní tvorba

Co se týče plnění inflačního cíle, v současné době se centrální banky snaží co nejlépe reagovat na probíhající koronavirovou krizi, tudíž dochází k výraznému snižování klíčových úrokových sazeb, i když by v rámci plnění inflačního cíle bylo potřeba pokračovat v restriktivní měnové politice a inflaci tak „*utlumit*“ naopak jejich zvýšením. Tak je tomu například u ČNB, která, jak již bylo zmíněno výše (3.4), s dosažením inflačního cíle v nejbližších měsících nepočítá a bude se spíše snažit podpořit ekonomickou aktivitu a případně dodávat potřebnou likviditu do finančního sektoru. Z těchto uvedených důvodů byl vybrán konec roku 2019, resp. prosinec 2019, jako referenční doba pro určení plnění či neplnění inflačního cíle.

Dle analyzovaných dat, inflační cíl ke konci roku 2019 splnilo 5 ze 13 vybraných centrálních bank. Mezi nimi byla novozélandská RBNZ, kanadská BoC, švýcarská SNB, švédská Riksbank a polská NBP. Kromě RBNZ pak mají všechny banky cenovou stabilitu jako svůj jediný hlavní cíl, RBNZ musí zároveň podporovat i plnou zaměstnanost. Další banky, které mají zákonem určeno více hlavních cílů, tedy Fed a RBA, inflační cíl nesplnily.

Zajímavé je pak srovnání amerického Fedu a novozélandské RBNZ, jelikož obě centrální banky mají zákonem stanovený duální mandát (viz. tabulka č. 2). V případě Fedu nedošlo ve sledovaném období k dosažení inflačního cíle (inflace na úrovni 2,3 %,

cíl 2 %), RBNZ inflační cíl splnila (inflace na úrovni 1,9 %, cíl 2 % s tolerančním pásmem 1–3 %). Je však důležité zdůraznit, že Fed nemá stanovené žádné toleranční pásmo, jinak by cíle bylo pravděpodobně taktéž dosaženo. Co se týče míry nezaměstnanosti, lepší úroveň bylo naopak dosaženo v USA. Z toho vyplývá, že RBNZ sice dosáhla lepšího výsledku v cílování inflace, ale to se podepsalo na druhém cíli. U Fedu tomu bylo zase naopak, tudíž by se dalo vydedukovat, že dosažením jednoho cíle dochází k odchýlení od cíle druhého, což je v souladu s teorií monetární politiky.

**Tabulka 2 – Fed a RBNZ**

	<b>inflace XII/19</b>	<b>míra nezaměstnanosti XII/19</b>
<b>Fed</b>	2,3 %	3,5 %
<b>RBNZ</b>	1,9 %	4,0 %

*Zdroj: Vlastní tvorba*

Jak totiž tvrdí teorie, pokud má centrální banka stanoven více než jeden cíl, dochází tím k problému a tím je vzájemná kompatibilita těchto cílů. Historie potvrdila, že v krátkém časovém období není možné, aby byly nějaké dva cíle absolutně kompatibilní a snaží-li se tak centrální banka o dosažení jednoho cíle, alespoň krátkodobě tím ohrožuje dosažení druhého.<sup>179</sup>

Konkrétně pak vztah mezi inflací a nezaměstnaností se dá popsat pomocí Phillipsovi křivky. Tato Phillipsova teorie prošla vývojem společně s měnící se ekonomickou teorií. Nejprve byl prokázán inverzní vztah mezi inflací a nezaměstnaností, tedy že při nízké nezaměstnanosti roste cenová hladina. V důsledku ropných šoků pak došlo k otřesu této teorie, neboť následkem těchto šoků bylo jak zvýšení cenové hladiny, tak i nezaměstnanosti. Nové vysvětlení pak přineslo doplnění teorie o inflační očekávání, což pro krátké období potvrdilo prvotní teorii, tedy substituční vztah mezi inflací a nezaměstnaností.<sup>180</sup>

<sup>179</sup>REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, s. 322.

<sup>180</sup>JUREČKA, V. *Makroekonomie*. Praha: Grada, 2013, s. 152-161.

**Tabulka 3 – Komparace definic cílů měnových politik vybraných centrálních bank**

	hlavní cíl	vedlejší cíl	aktuální výše cíle	toleranční pásmo	inflace XII/19
<b>ČNB</b>	cenová stabilita	podpora obecné hospodářské politiky vlády, pokud není dotčen hlavní cíl	2 %	± 1 %	3,2 %
<b>ECB</b>	cenová stabilita	podpora obecné hospodářské politiky EU se záměrem přispět k dosažení cílů EU, pokud tím není dotčen hlavní cíl	<2 %	není	1,3 %
<b>Fed</b>	plná zaměstnanost, cenová stabilita, umírněné dlouhodobé úrokové sazby	není	2 %	není	2,3 %
<b>BoE</b>	cenová stabilita	podpora obecné hospodářské politiky vlády	2 %	není	1,4 %
<b>RBNZ</b>	plná zaměstnanost a cenová stabilita	není	2 %	1–3 %	1,9 %
<b>BoC</b>	cenová stabilita	není	2 %	1–3 %	2,2 %
<b>SNB</b>	cenová stabilita	zohlednění ekonomického vývoje	do 2 %	není	0,2 %
<b>Riksbank</b>	cenová stabilita	není	2 %	1–3 %	1,7 %
<b>MNB</b>	cenová stabilita	podpora obecné hospodářské politiky vlády, pokud tím není dotčen hlavní cíl	3 %	± 1 %	4,0 %
<b>NB</b>	cenová stabilita	není	poblíž 2 %	není	1,4 %
<b>NBP</b>	cenová stabilita	podpora obecné hospodářské politiky vlády, pokud to není v rozporu s cílem hlavním	2,5 %	± 1 %	3,4 %
<b>BoJ</b>	cenová stabilita	není	2 %	není	0,8 %
<b>RBA</b>	stabilita AUD, plná zaměstnanost, ekonomická prosperita a blahobyt občanů	není	2–3 %	není	1,8 %

Zdroj: Vlastní tvorba



## 4.14 Vyhodnocení

Na základě analýzy dat bylo zjištěno, že inflační cíl ke konci roku 2019 splnilo 5 ze 13 vybraných centrálních bank. Jednalo se o novozélandskou RBNZ, kanadskou BoC, švýcarskou SNB, švédskou Riksbank a polskou NBP. Následující analýza pak bude mít za úkol zhodnotit výsledky v rámci měnové politiky ve větším rozsahu, konkrétně za celý rok 2019, tak, aby mohla být vybrána jedna centrální banka, která svou měnovou politikou zvládla na základě definice svých cílů dosáhnout nejlepších výsledků.

Analýza bude provedena pomocí komparace dosažených výsledků ve čtyřech čtvrtletích roku 2019, a to v rámci ukazatelů, které se vztahují k cílům měnové politiky. Společným hlavním cílem všech uvedených centrálních bank je cenová stabilita, tudíž bude porovnána dosažená míra inflace v jednotlivých čtvrtletích v závislosti na stanoveném inflačním cíli, tedy zda bylo cíle dosaženo či nikoli. Na základě těchto výsledků dojde k případné eliminaci těch bank, které v nějakém čtvrtletí inflační cíl nespĺnily.

Dalším porovnávaným ukazatelem bude míra nezaměstnanosti. Některé centrální banky mají tzv. duální mandát, tudíž mají plnou zaměstnanost jako jeden ze svých hlavních cílů měnové politiky. Jiné centrální banky mají za svůj hlavní cíl pouze cenovou stabilitu, i tak je však míra nezaměstnanosti jedním z nejdůležitějších ekonomických ukazatelů. Zde bude platit, že čím nižší míra nezaměstnanosti, tím lepší je ekonomická situace dané země, a tudíž lepší výsledek v rámci měnové politiky pro centrální banku.

Mezi dalšími cíli pak bývá například ekonomická prosperita země či podpora obecné hospodářské politiky vlády jako vedlejší cíl měnové politiky. K porovnání dosahování těchto cílů pak bude sloužit čtvrtletní změna HDP, která musí mít alespoň za sledované období podobu pouze přírůstku tak, aby bylo možné konstatovat, že dochází k ekonomickému růstu, a tedy i k prosperitě.

Co se týče plnění inflačního cíle v roce 2019, tak na základě dat, které lze vidět v tabulce č. 4, došlo k jeho plnění po celý rok u 3 z 5 centrálních bank. Novozélandská RBNZ držela inflaci ve všech kvartálech v tolerančním pásmu blízko pod 2% inflačním cílem. Kanadská BoC taktéž splnila inflační cíl ve všech kvartálech, přičemž inflace po většinu z nich oscilovala těsně kolem 2% cíle. U švédské Riksbank došlo také k celoročnímu plnění, navíc ve druhém kvartále se inflace rovnala přímo hodnotě inflačního cíle. K neplnění naopak došlo u švýcarské SNB a polské NBP. SNB má inflační cíl stanoven jako rozpětí 0–2 % a ve čtvrtém kvartále dosáhla inflace ve

Švýcarsku záporné hodnoty, a to především kvůli horším hodnotám z října (-0,3 %) a listopadu (-0,1 %). NBP definuje inflační cíl jako inflaci na úrovni 2,5 % s tolerančním pásmem  $\pm 1$  % na obě strany. K nesplnění inflačního cíle pak došlo v prvním kvartále, kdy se projeví horší hodnoty z ledna (0,9 %) a února (1,2 %).<sup>181</sup>

**Tabulka 4 – Míra inflace v roce 2019**

	IQ/19	IIQ/19	IIIQ/19	IVQ/19	cíl	TP*
<b>RBNZ</b>	1,5 %	1,7 %	1,5 %	1,9 %	2 %	1–3 %
<b>BoC</b>	1,6 %	2,1 %	1,9 %	2,1 %	2 %	1–3 %
<b>SNB</b>	0,6 %	0,6 %	0,3 %	-0,1 %	0–2 %	není
<b>Riksbank</b>	1,9 %	2,0 %	1,5 %	1,7 %	2 %	1–3 %
<b>NBP</b>	1,2 %	2,4 %	2,8 %	2,8 %	2,5 %	$\pm 1$ %

Zdroj: Vlastní tvorba

\*toleranční pásmo

Po prvním srovnání došlo k vybrání 3 centrálních bank, které plnily inflační cíl po celý rok 2019, a to RBNZ, BoC a Riksbank. Následující komparace ukáže, která země má kromě přijatelné míry inflace zároveň také nízkou nezaměstnanost. Data za všechna čtyři čtvrtletí v roce 2019 jsou shrnuta v tabulce č. 5 a je zřejmé, že nejnižší míru nezaměstnanosti ze srovnávaných zemí má Nový Zéland. Tam se míra nezaměstnanosti po celý rok 2019 pohybovala kolem úrovně 4 %. O něco hůře na tom pak byla Kanada, kde se nezaměstnanost držela v rozmezí 5,6–5,8 %. Ve Švédsku pak byla míra nezaměstnanosti nejvyšší ze srovnávaných zemí, a to kolem 7 %.<sup>182</sup>

**Tabulka 5 – Míra nezaměstnanosti v roce 2019**

	IQ/19	IIQ/19	IIIQ/19	IVQ/19
<b>RBNZ</b>	4,1 %	4,0 %	4,1 %	4,0 %
<b>BoC</b>	5,8 %	5,6 %	5,6 %	5,7 %
<b>Riksbank</b>	7,0 %	6,7 %	6,9 %	6,8 %

Zdroj: Vlastní tvorba

Z tohoto srovnání vyplývá, že RBNZ dosáhla ve všech čtyřech čtvrtletích v roce 2019 takové úrovně inflace, která splňovala stanovený cíl a také byla na Novém Zélandu nejnižší míra nezaměstnanosti z těch zemí, ve kterých byl taktéž plněn po celý rok 2019 inflační cíl.

<sup>181</sup> *Consumer price indices (CPIs) – Complete database* [online]. cit. 2020-04-27. Dostupné z: [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PRICES\\_CPI](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PRICES_CPI)

<sup>182</sup> *Unemployment rate* [online]. cit. 2020-04-27. Dostupné z: <https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm#indicator-chart>

Další eliminace tak není třeba, ale pro utvrzení o ekonomické situaci, tedy zda za daných okolností dochází zároveň i k ekonomické prosperitě či růstu, a ne ke stagnaci či útlumu, je v tabulce č. 6 uvedena čtvrtletní změna HDP v roce 2019. Lze tedy snadno vyčíst, že za celý rok 2019, i když byl druhý kvartál poněkud slabší (přírůstek 0,02 %), docházelo pouze k přírůstku HDP, což znamená zdravou a prosperující ekonomiku.

**Tabulka 6 – Čtvrtletní změna HDP v roce 2019**

	<b>IQ/19</b>	<b>IIQ/19</b>	<b>IIIQ/19</b>	<b>IVQ/19</b>
<b>RBNZ</b>	0,45 %	0,02 %	0,79 %	0,53 %

*Zdroj: Vlastní tvorba*

Vyhodnocení je tedy takové, že měnová politika v takovém režimu, jak jej provádí novozélandská RBNZ, se dá na základě výše analyzovaných dat považovat za nejúspěšnější. RBNZ plnila po celý rok 2019 inflační cíl, měla nízkou nezaměstnanost a docházelo i k přírůstku HDP. Jelikož má RBNZ duální mandát, cílem měnové politiky je jak cenová stabilita, tak i plná zaměstnanost. Možná i z toho důvodu byla na Novém Zélandu nezaměstnanost nižší než v Kanadě a ve Švédsku, se kterými byla srovnávána a které mají za cíl jen cenovou stabilitu. Duální mandát má i americký Fed, přičemž míra nezaměstnanosti v Americe je ještě nižší než na Novém Zélandu, na konci roku 2019 se pohybovala kolem 3,5 %.<sup>183</sup> Fed však ke konci roku 2019 nesplnil inflační cíl, a tak se nemohl dostat do užšího výběru. Důvodem bylo především to, že Fed komunikuje inflační cíl jako konkrétní bodovou hodnotu bez tolerančního pásma a, i když bylo odchýlení od cíle malé, musí se to považovat za neplnění a je potřeba podnikat potřebné kroky k nápravě. RBNZ naproti tomu komunikuje i toleranční pásmo, tudíž je pak snazší plnit inflační cíl.

Úspěšnou měnovou politikou je tak na základě analyzovaných dat taková, která má za svůj hlavní cíl jak cenovou stabilitu, tak i plnou zaměstnanost, přičemž je velmi důležité, aby byl inflační cíl komunikován včetně tolerančního pásma.

<sup>183</sup>Quarterly GDP [online]. cit. 2020-04-27. Dostupné z: <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-chart>

## Závěr

Cílem diplomové práce bylo provést komparaci cílů měnových politik u vybraných centrálních bank a pokusit se nalézt takový způsob definování cíle, díky kterému lze v rámci měnové politiky dosáhnout nejlepších výsledků.

První část práce byla věnována teorii o měnové politice a vymezení důležitých pojmů. Blíže tak bylo představeno, jaké mohou být cíle měnové politiky, za pomoci jakých nástrojů lze těchto cílů dosáhnout a přiblíženo bylo také fungování transmisního mechanismu, jakožto celého procesu měnové politiky. Následně se práce zabývala ukazateli, které centrální banky sledují v rámci měnové politiky a díky kterým je možné určit, jak úspěšně ji provádějí.

Druhá část práce se již zabývala samotnou komparací cílů měnových politik. Bylo vybráno 13 významných bank z Evropské unie i mimo ni a byly vybrány z toho důvodu, že všechny provádí měnovou politiku pomocí režimu cílování inflace. V rámci komparace bylo zjištěno, že 10 ze 13 vybraných centrálních bank má zákonem stanoven jen jeden hlavní cíl, a tím je cenová stabilita. Výjimkou pak je novozélandská RBNZ, které zákon udělil duální mandát a kromě cenové stability má za cíl i dosažení plné zaměstnanosti. Podobně je na tom i americký Fed, který má však kromě těchto dvou cílů zároveň stanoveno udržovat úrokové sazby na umírněné výši. Australská RBA má pak zákonem vymezeno, že hlavním cílem je podpora stability australského dolaru, plné zaměstnanosti a má také zajistit ekonomickou prosperitu a blahobyt občanů.

Dále bylo zjištěno, že 11 ze 13 centrálních bank má inflační cíl stanoven jako konkrétní bodovou hodnotu, z toho 6 bank zároveň komunikuje toleranční pásmo. Důležitým zjištěním pak bylo, že 5 z analyzovaných centrálních bank ke konci roku 2019 splnilo stanovený inflační cíl. Tyto banky tak mohly být analyzovány důkladněji a kromě plnění inflačního cíle v roce 2019 byla porovnávána také dosažená míra nezaměstnanosti a čtvrtletní změna HDP.

Na základě analyzovaných dat bylo zjištěno, že za neúspěšnější měnovou politiku se dá považovat měnová politika novozélandské RBNZ, která má stanoveny dva hlavní cíle a kromě udržení cenové stability má za úkol také dosažení plné zaměstnanosti. Inflační cíl pak určila jako konkrétní bodovou hodnotu na úrovni 2 % včetně tolerančního pásma 1–3 %, přičemž právě komunikace tolerančního pásma se pro plnění inflačního cíle a úspěšnost měnové politiky ukázala jako nezbytná.

## Summary

The aim of this diploma thesis is to compare monetary policy objectives of selected central banks and try to find out whether a definition of monetary policy objective can influence the overall success of monetary policy.

The first part of the thesis is devoted to the theory which describes the process of monetary policy. Thus, in the first chapter, there is a general introduction about monetary policy, its objectives and various instruments which can be used in pursuit of the objectives. Moreover, there is a brief description of the process of transmission mechanism. The second chapter summarizes indicators that are important for monitoring the effects of monetary policy.

A significant part of this work is devoted to the comparison of monetary objectives of selected central banks. Among these banks, there are thirteen significant inflation targeting central banks of EU countries and outside the European Union. As the analysis shows, 10 out of 13 selected central banks are required to maintain only price stability as their primary objective. The Reserve Bank of New Zealand and Federal Reserve System are an exception since they also support maximum sustainable employment. The objectives of the Reserve Bank of Australia are slightly different from those of the other banks analysed since it is required to maintain the stability of the currency of Australia, full employment and the economic prosperity and welfare of the people of Australia.

Moreover, 11 out of 13 banks define their inflation target as a point and in addition to this, 6 of these banks also communicate a tolerance band. Based on the data analysis, 5 out of the 13 central banks fulfilled their inflation target by the end of 2019. These banks could be analysed in more detail in terms of their inflation target fulfillment during 2019, unemployment rate and quarterly change of GDP.

The data analysis shows that the monetary policy of the Reserve Bank of New Zealand is supposed to be the most successful one in terms of the fulfillment of the inflation target, low unemployment rate and quarterly growth of GDP during 2019. The RBNZ has a dual mandate for monetary policy focused on maintaining price stability and supporting maximum sustainable employment. The current inflation target is set as 2 % midpoint of the tolerance band 1–3%. The communication of a tolerance band was proved to be an essential part of an inflation targeting regime since it helps to fulfill the target.

## Seznam pramenů a použité literatury

JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004. ISBN 8024707691.

JUREČKA, V. *Makroekonomie*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4386-8.

KLAUS, V. *Byla deflace opravdu hrozbou?* Praha: Institut Václava Klause, 2014. ISBN 978-80-87806-04-3.

POSPÍŠIL R. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, 2013. ISBN 978-80-244-3514-5.

REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6.

REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

TOMŠÍK, V. a kol. *100 let česko-slovenské koruny*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s. r. o., 2018. ISBN 978-80-7380-697-2.

## Zákony

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů

## Internetové zdroje a prameny

*Act CXXXIX of 2013 on the Magyar Nemzeti Bank* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/letoltes/mnb-torveny-2020-04-01-en.pdf>

*Bank od Canada Act* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: [https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/act\\_loi\\_boc\\_bdc.pdf](https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/07/act_loi_boc_bdc.pdf)

*Bank of England Market Operations Guide: Our objectives* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/markets/bank-of-england-market-operations-guide/our-objectives>

*Bank of Japan Act* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <http://www.japaneselawtranslation.go.jp/law/detail/?id=92&vm=02&re=01>

BENDA, V. *Idyla byla roztrhána na kusy. ČNB teď dostala možnost hodit záchranný kruh* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Idyla-byla-roztrhana-na-kusy.-CNB-ted-dostala-moznost-hodit-zachranny-kruh/](http://cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Idyla-byla-roztrhana-na-kusy.-CNB-ted-dostala-moznost-hodit-zachranny-kruh/)

*Cílování inflace v ČR* [online]. cit. 2020-02-09. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>

*Consumer Price Index, 2000 to Present* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.bankofcanada.ca/rates/price-indexes/cpi/>

*Consumer price indices (CPIs) – Complete database* [online]. cit. 2020-04-27. Dostupné z: [https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PRICES\\_CPI](https://stats.oecd.org/Index.aspx?DataSetCode=PRICES_CPI)

*Consumer price inflation, UK: January 2020* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.ons.gov.uk/economy/inflationandpriceindices/bulletins/consumerpriceinflation/january2020>

*Consumer prices – total* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://data.snb.ch/en/topics/uvo#!/cube/plkopr>

*Current interest rates and Exchange rates* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: [https://www.snb.ch/en/iabout/stat/statrep/id/current\\_interest\\_exchange\\_rates#t2](https://www.snb.ch/en/iabout/stat/statrep/id/current_interest_exchange_rates#t2)

*Český statistický úřad* [online]. cit. 2020-04-12. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>

*Členové bankovní rady* [online]. cit. 2020-02-08. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni-rada/clenove-bankovni-rady/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni-rada/clenove-bankovni-rady/)

*Employment* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: <https://www.rbnz.govt.nz/statistics/key-graphs/key-graph-employment>

FILÁČEK, J. et KRÁL, P. *Ohlédnutí za ukončených kurzovým závazkem* [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/aeb36a95-3bf5-11e8-9e70-5254004e4603>

*Function: Conducting Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_3.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf)

*Goals and Responsibilities of the SNB (overview)* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: [https://www.snb.ch/en/iabout/snb/id/snb\\_tasks](https://www.snb.ch/en/iabout/snb/id/snb_tasks)

*Historical timeline* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/history/historical-timeline/>

HOLUB, T. et KRÁL, P. *O deflaci, slevách a odkládání spotřeby* [online]. cit. 2017-02-07. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/O-deflaci-slevach-a-odkladani-spotreby/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/O-deflaci-slevach-a-odkladani-spotreby/)

HOLUB, T. *Kurzový závazek bylo mimořádné opatření v mimořádné době* [online]. cit. 2020-02-13. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/cnblog/Kurzovy-zavazek-bylo-mimoradne-opatreni-v-mimoradne-dobe/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Kurzovy-zavazek-bylo-mimoradne-opatreni-v-mimoradne-dobe/)

*Hungarian Central Statistical Office* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.ksh.hu/?lang=en>

*Inflation and the 2 % target* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>

*Inflation Indicators* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.norges-bank.no/en/topics/Statistics/Inflation/Inflation-indicators/>

*Inflation rate* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://sdw.ecb.europa.eu/>

*Inflation rate According to CPIF, annual changes, percent* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.scb.se/en/finding-statistics/statistics-by-subject-area/prices-and-consumption/consumer-price-index/consumer-price-index-cpi/pong/tables-and-graphs/cpi-with-fixed-interest-rate-cpif-cpif-ct-and-cpif-xe/cpif-annual-changes/>

*Inflation Target* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.rba.gov.au/monetary-policy/inflation-target.html>

*Inflation Targeting* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.mnb.hu/en/monetary-policy/monetary-policy-framework/inflation-targeting>

*Jak vzniká prognóza* [online]. cit. 2020-02-05. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-vznika-prognoza/>

*Japan Inflation Rate* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://tradingeconomics.com/japan/inflation-cpi>



- Measures of Consumer Price Inflation* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.rba.gov.au/inflation/measures-cpi.html>
- Měnověpolitické nástroje* [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>
- Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: [https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka\\_pieniezna.html](https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/onbp/polityka_pieniezna.html)
- Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/qqe.htm/>
- Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/>
- Monetary Policy Handbook* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: <https://www.rbnz.govt.nz/-/media/ReserveBank/Files/Publications/monetary-policy-handbook/Monetary-Policy-Handbook.pdf?revision=4922a7fe-d539-4cab-a0d6-9bd47fb152fa>
- Monitoring centrálních bank – červen 2018* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring\\_centralnich\\_bank/1802\\_mcb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring_centralnich_bank/1802_mcb.pdf)
- Monitoring centrálních bank I/2020* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring\\_centralnich\\_bank/2001\\_mcb.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/monitoring_centralnich_bank/2001_mcb.pdf)
- Monthly 12-month inflation rate in the United States from March 2019 to March 2020* [online]. cit. 2020-04-17. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/273418/unadjusted-monthly-inflation-rate-in-the-us/>
- Objective of monetary policy* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html>
- Official Cash Rate (OCR) decisions and current rate* [online]. cit. 2020-04-16. Dostupné z: <https://www.rbnz.govt.nz/monetary-policy/official-cash-rate-decisions>
- Our Role* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z: <https://www.rba.gov.au/about-rba/our-role.html>
- Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. listopadu 2013* [online]. cit. 2020-02-12. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/br\\_zapisy\\_z\\_jednani/2013/download/pt\\_2013\\_07.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/br_zapisy_z_jednani/2013/download/pt_2013_07.pdf)
- Quarterly GDP* [online]. cit. 2020-04-27. Dostupné z: <https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm#indicator-chart>

*Regulation on Monetary Policy* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z:  
<https://www.norges-bank.no/en/topics/about/Mission-core-responsibilities/Legislation/Regulation-on-Monetary-Policy/>

RUSNOK, J. *Ukončení intervencí není důvod k obavám* [online]. cit. 2020-02-13.  
Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ukonceni-intervenci-neni-duvod-k-obavam>

*Statistics* [online]. cit. 2020-04-02. Dostupné z:  
<https://www.nbp.pl/homen.aspx?f=/en/statystyka/core.html>

*Strategy* [online]. cit. 2020-04-15. Dostupné z:  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/html/index.en.html>

*The Act of Narodowy Bank Polski of 29 August 1997* [online]. cit. 2020-04-02.  
Dostupné z: [https://www.nbp.pl/en/aktyprawne/the\\_act\\_on\\_the\\_nbp.pdf](https://www.nbp.pl/en/aktyprawne/the_act_on_the_nbp.pdf)

*The Inflation Target* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z: <https://www.riksbank.se/en-gb/monetary-policy/the-inflation-target/>

*The Tasks of the Riksbank* [online]. cit. 2020-04-10. Dostupné z:  
<https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/the-tasks-of-the-riksbank/>

*Unemployment rate* [online]. cit. 2020-04-27. Dostupné z:  
<https://data.oecd.org/unemp/unemployment-rate.htm#indicator-chart>

*Úloha měnové politiky* [online]. cit. 2020-02-09. Dostupné z:  
<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/uloha/>

*Zpráva o inflaci I/2020* [online]. cit. 2020-03-07. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy\\_o\\_inflaci/2020/2020\\_I/download/ZOI\\_2020\\_I.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2020/2020_I/download/ZOI_2020_I.pdf)

## **Seznam grafů**

Graf 1 – Inflační cíle ČNB

Graf 2 – Kurzový závazek

Graf 3 – Inflační cíle centrálních bank

## **Seznam tabulek**

Tabulka 1 – Nastavení měnověpolitických nástrojů

Tabulka 2 – Fed a RBNZ

Tabulka 3 – Komparace definic cílů měnových politik vybraných centrálních bank

Tabulka 4 – Míra inflace v roce 2019

Tabulka 5 – Míra nezaměstnanosti v roce 2019

Tabulka 6 – Čtvrtletní změna HDP v roce 2019

## Seznam použitých zkratek

<b>3M</b>	tříměsíční
<b>BoC</b>	kanadská centrální banka (Bank of Canada)
<b>BoE</b>	britská centrální banka (Bank of England)
<b>BoJ</b>	japonská centrální banka (Bank of Japan)
<b>CPI</b>	index spotřebitelských cen (Consumer Price Index)
<b>CPIF</b>	index spotřebitelských cen předpokládající fixní úrokové sazby z hypotečních úvěrů (Consumer Price Index with Fixed Interest Rate)
<b>ČNB</b>	Česká národní banka
<b>ECB</b>	Evropská centrální banka
<b>EU</b>	Evropská unie
<b>Fed</b>	Federální rezervní systém (Federal Reserve System)
<b>FIBOR</b>	frankfurtská mezibankovní nabídková sazba (Frankfurt Inter Bank Offered Rate)
<b>FOMC</b>	Federální výbor pro volný trh (Federal Open-market Committee)
<b>HDP</b>	hrubý domácí produkt
<b>LIBOR</b>	londýnská mezibankovní nabídková sazba (London Interbank Offered Rate)
<b>MNB</b>	maďarská centrální banka (Magyar Nemzeti Bank)
<b>NB</b>	norská centrální banka (Norges Bank)
<b>NBP</b>	polská centrální banka (Narodowy Bank Polski)
<b>NIBOR</b>	newyorská mezibankovní nabídková sazba (New York Inter Bank Offered Rate)
<b>PCE</b>	výdaje na osobní spotřebu (Personal Consumption Expenditures)
<b>PIBOR</b>	pařížská mezibankovní nabídková sazba (Paris Inter Bank Offered Rate)
<b>PMR</b>	povinné minimální rezervy
<b>PRIBOR</b>	pražská mezibankovní nabídková sazba (Prague Inter Bank Offered Rate)

<b>PTA</b>	dohoda o cílech měnové politiky (Policy Targets Agreement)
<b>RBA</b>	australská centrální banka (Reserve Bank of Australia)
<b>RBNZ</b>	centrální banka Nového Zélandu (Reserve Bank of New Zealand)
<b>SNB</b>	švýcarská národní banka (Schweizerische Nationalbank)