

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomické teorie



Bakalářská práce

Měnová politika České národní banky a cílování inflace

Ovadava Volha

© 2018 ČZU v Praze

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Volha Ovadava

Provoz a ekonomika

Název práce

Měnová politika České národní banky a cílování inflace

Název anglicky

Monetary policy of the Czech National Bank and inflation targeting

Cíle práce

Cílem bakalářské práce je analýza měnového režimu cílování inflace používaného Českou národní bankou ve sledovaném období, zhodnocení plnění inflačních cílů a účinnosti transmisního mechanismu. Současně bude pozornost věnována dalším režimům a nástrojům měnové politiky aplikovaným centrální bankou.

Metodika

V teoretické části bude popsána měnová politika a nástroje, které používá ČNB pro splnění svých inflačních cílů. V teoretické části bude čerpáno převážně z literatury a internetových zdrojů s použitím popisné metody.

V praktické části bude popsán měnověpolitický režim cílování inflace od roku 1998 do současnosti. Budou zde analyzovány jednotlivé roky z hlediska vývoje inflace za použití nástrojů měnové politiky. V této části práce bude použita metoda analytická.

Doporučený rozsah práce

30 – 40 stran

Klíčová slova

měnová politika, Česká národní banka, inflace, cílování inflace, inflační prognóza, transmisní mechanismus, režimy měnové politiky, nástroje měnové politiky

Doporučené zdroje informací

BRČÁK, J. – STARÁ, D. – SEKERKA, B. *Makroekonomie – teorie a praxe*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014. ISBN 978-80-7380-492-3.

HOLMAN, R. *Ekonomie*. V Praze: C.H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-278-6.

internetové stránky ČNB, www.cnb.cz

JÍLEK, J. *Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.

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

REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.

Předběžný termín obhajoby

2017/18 LS – PEF

Vedoucí práce

Oldřich Ludwig Dittrich, MPH, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 31. 1. 2018

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 6. 2. 2018

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 04. 03. 2018

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Měnová politika České národní banky a cílování inflace" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autorka uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 07. 03. 2018



Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Oldřichu Ludwigu Dittrichovi, MPH, Ph.D., za odborné vedení a pomoc při zpracování této bakalářské práce.

Měnová politika České národní banky a cílování inflace

Souhrn

Tato bakalářská práce se zabývá problematikou měnové politiky České národní banky, resp. jedním z jejích měnověpolitických režimů, jmenovitě cílováním inflace. Hlavním cílem bakalářské práce je zhodnocení aplikace daného režimu.

Teoretická část bakalářské práce se zabývá popisem České národní banky jako nositele měnové politiky. Zde budou zohledněny základní funkce měnové politiky, její nástroje a cíle. Nelze zde opomenout i samotný pojem inflace, její příčiny, druhy a způsoby výpočtu. Následující část popíše Českou národní banku, její základní funkce a režimy jí používané.

V praktické části bude zhodnocena aplikace měnověpolitického režimu cílování inflace Českou národní bankou od roku 1998 až po aktuální stav. Závěrem práce je posouzení úspěšnosti splnění inflačních cílů ve vztahu ke stanovené prognóze a stručný popis vývoje inflace v roce 2018.

Klíčová slova: měnová politika, Česká národní banka, inflace, cílování inflace, inflační prognóza, transmisní mechanismus, režimy měnové politiky, nástroje měnové politiky

Monetary policy of the Czech National Bank and inflation targeting

Abstract

The bachelor thesis deals with the issue of monetary policy of the Czech National Bank, and rather one of its monetary policy regimes, namely inflation targeting. The main aim of the bachelor thesis is to evaluate the application of the given regime. The theoretical part of the bachelor thesis deals with the description of the Czech National Bank as the bearer of monetary policy.

The core functions of monetary policy, its instruments and objectives will be taken into account. The concept of inflation, its causes, types and methods of calculation cannot be omitted. The following part describes the Czech National Bank, its basic functions and the regimes it uses.

In the practical part, the application of the CNB's monetary policy of inflation targeting regime will be evaluated from 1998 until the current state. The conclusion of the thesis is the assessment of the success of meeting the inflation targets in relation to the forecast and a brief description of the outlook for inflation in 2018.

Keywords: monetary policy, Czech National Bank, inflation, inflation targeting, inflation forecast, transmission mechanism, monetary policy regimes, monetary policy instruments

Obsah

| | | |
|----------|--|-----------|
| 1 | Úvod | 8 |
| 2 | Cíl a metodika | 9 |
| 2.1 | Cíl | 9 |
| 2.2 | Metodika | 9 |
| 3 | Teoretická východiska | 10 |
| 3.1 | Měnová politika | 10 |
| 3.1.1 | Klasická měnová politika | 10 |
| 3.1.2 | Kvantitativní uvolňování | 11 |
| 3.2 | Nástroje měnové politiky | 11 |
| 3.2.1 | Operace na volném trhu | 12 |
| 3.2.2 | Povinné minimální rezervy | 13 |
| 3.2.3 | Diskontní nástroje | 13 |
| 3.2.4 | Devizové intervence | 13 |
| 3.3 | Cíle měnové politiky | 14 |
| 3.3.1 | Transmisní mechanismus | 14 |
| 3.4 | Inflace | 15 |
| 3.4.1 | Typy a příčiny inflace | 16 |
| 3.4.2 | Měření inflace | 18 |
| 3.4.3 | Deflace | 19 |
| 3.5 | Česká národní banka | 20 |
| 3.5.1 | O ČNB | 20 |
| 3.5.2 | Funkce ČNB | 20 |
| 3.5.3 | Nezávislost centrální banky | 22 |
| 3.5.4 | Režimy měnové politiky | 24 |
| 3.6 | Cílování inflace | 25 |
| 3.6.1 | Důvody zavedení cílování inflace | 25 |
| 3.6.2 | Transmisní mechanismus v režimu cílování inflace | 28 |
| 3.6.3 | Základní rysy cílování inflace | 29 |
| 3.6.4 | Podmínky nutné pro cílování inflace | 31 |
| 3.6.5 | Výhody cílování inflace | 31 |
| 4 | Analytická část | 33 |
| 4.1 | Období 1998 - 2001 | 33 |
| 4.1.1 | Rok 1998 | 33 |

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 4.1.2 Rok 1999..... | 34 |
| 4.1.3 Rok 2000..... | 35 |
| 4.1.4 Rok 2001..... | 35 |
| 4.2 Období 2002 - 2006..... | 36 |
| 4.2.1 Rok 2002..... | 36 |
| 4.2.2 Rok 2003..... | 37 |
| 4.2.3 Rok 2004..... | 38 |
| 4.2.4 Rok 2005..... | 39 |
| 4.2.5 Rok 2006..... | 40 |
| 4.3 Období 2007 – 2010..... | 41 |
| 4.3.1 Rok 2007..... | 41 |
| 4.3.2 Rok 2008..... | 41 |
| 4.3.3 Rok 2009..... | 42 |
| 4.3.4 Rok 2010..... | 43 |
| 4.4 Období 2011 - 2017..... | 44 |
| 4.4.1 Rok 2011..... | 44 |
| 4.4.2 Rok 2012..... | 45 |
| 4.4.3 Rok 2013..... | 46 |
| 4.4.4 Rok 2014..... | 47 |
| 4.4.5 Rok 2015..... | 47 |
| 4.4.6 Rok 2016..... | 48 |
| 4.4.7 Rok 2017..... | 49 |
| 4.5 Zhodnocení výsledků..... | 50 |
| 5 Výhled na rok 2018..... | 51 |
| 6 Závěr..... | 52 |
| 7 Seznam použitých zdrojů..... | 53 |

Seznam grafů

| | |
|--|----|
| Graf 1. Inflační cíle ČNB..... | 30 |
| Graf 2. Meziroční čistá inflace v roce 2000 | 35 |
| Graf 3. Plnění inflačního cíle v roce 2002..... | 37 |
| Graf 4. Plnění inflačního cíle pro rok 2003 | 38 |
| Graf 5. Plnění inflačního cíle v roce 2004..... | 38 |
| Graf 6. Plnění inflačního cíle pro rok 2005 | 39 |
| Graf 7. Plnění inflačního cíle pro rok 2006 | 40 |
| Graf 8. Plnění inflačního cíle v roce 2007..... | 41 |
| Graf 9. Plnění inflačního cíle pro rok 2008 | 42 |
| Graf 10. Plnění inflačního cíle pro rok 2009 | 43 |
| Graf 11. Plnění inflačního cíle pro rok 2010 | 44 |
| Graf 12. Plnění inflačního cíle pro rok 2011 | 45 |
| Graf 13. Plnění inflačního cíle pro rok 2012 (v %)..... | 45 |
| Graf 14. Plnění inflačního cíle pro rok 2013 (v %)..... | 46 |
| Graf 15. Plnění inflačního cíle pro rok 2014 (v %)..... | 47 |
| Graf 16. Plnění inflačního cíle pro rok 2015 (v %)..... | 48 |
| Graf 17. Plnění inflačního cíle pro rok 2016 (v %)..... | 49 |
| Graf 18. Plnění inflačních cílů v letech 1998-2011 | 50 |
| Graf 19. Prognóza celkové inflace | 51 |

Seznam tabulek

| | |
|---|----|
| Tabulka 1. Průměrná inflace v některých zemích před zaváděním cílení inflace a po zavádění režimu | 27 |
| Tabulka 2. Inflační cíl v letech 1998-2005 | 29 |
| Tabulka 3. Inflační cíl v letech 2002-2005 | 30 |
| Tabulka 4. Základní údaje o spotřebitelských cenách (v %) | 34 |
| Tabulka 5. Základní údaje o spotřebitelských cenách (v %) | 34 |
| Tabulka 6. Prognóza čisté inflace pro konec roku 2001 z října 2000 a skutečnost | 36 |

Seznam obrázků

| | |
|---|----|
| Obrázek 1: Transmisní mechanismus v režimu cílování inflace | 28 |
|---|----|

1 Úvod

V dnešní době Česká národní banka hraje podstatnou roli ve fungování tržní ekonomiky České republiky. Do jejích úloh lze zařadit zabezpečení dohledu nad bankovním sektorem, vytváření podmínek pro stabilní hospodářský růst, emise bankovek a mincí, řízení a dohled nad peněžním oběhem, platebním stykem a zúčtováním bank. Další zásadní úlohou České národní banky je pak uskutečňování měnové politiky.

Měnová politika je součástí hospodářské politiky státu. Prostřednictvím nástrojů, které při jejím řízení používá centrální banka, lze dosáhnout žádoucích konečných cílů, do kterých zařazujeme i cenovou stabilitu. Česká republika v různých dobách používala různé režimy za účelem dosažení cenové stability. V letech 1991 – 1997 se měnová politika pohybovala v režimu fixního kurzu a cílování peněžní zásoby, ale v důsledku vyskytujících se turbulencí v ekonomice a nevěrohodnosti uvedeného režimu v prosinci roku 1997 Česká národní banka přešla na režim cílování inflace.

Pod cílováním inflace rozumíme takovou měnovou (monetární) politiku, při které centrální banka stanoví pro ekonomiku určitý inflační cíl či posloupnost cílů a regulací svých měnověpolitických nástrojů usiluje o redukci inflačních, popř. deflacionárních tlaků, způsobujících vychýlení budoucí inflace mimo inflační cíl, resp. tolerančního pásma kolem tohoto cíle.

Stanovení inflačního cíle vyžaduje od centrální banky znalost široké škály ukazatelů domácího a zahraničního vývoje ekonomiky, jakými jsou situace na trhu práce, úrokové sazby, ceny statků a služeb, měnový kurz atd.

Vlastností režimu cílování inflace je to, že ve způsobu řízení měnové politiky centrální banka nepoužívá zprostředkující cíl, ale ovlivňováním operačního cíle se zaměřuje přímo na plnění cíle konečného.

Dalším rysem daného režimu je otevřenost vůči široké veřejnosti. Samotné zveřejnění hodnot inflačního cíle dává možnost hospodářským subjektům vytvářet svá vlastní očekávání ohledně budoucího vývoje inflace. Pokud je cíl důvěryhodný a inflační očekávání jsou jím dobře ukotvena, pak je pravděpodobně, že se skutečná inflace bude pohybovat kolem inflačního cíle.

2 Cíl a metodika

2.1 Cíl

Cílem bakalářské práce je popsat mechanismus cílování inflace ze strany České národní banky a zhodnotit její úspěšnost v rámci daného měnověpolitického režimu. Práce bude analyzovat cílování inflace od jeho zavedení v roce 1998 do roku 2017 a vyhodnotí plnění inflačních cílů. Současně bude pozornost věnována dalším režimům a nástrojům měnové politiky aplikovaných centrální bankou

2.2 Metodika

Metodika této bakalářské práce se dělí na teoretickou a analytickou část.

V teoretické části bude popsána podstata měnové politiky, její režimy a nástroje, které používá Česká národní banka k dosažení konečných cílů. Budou zde zohledněny základní aspekty režimu cílování inflace a uveden přehled základní charakteristiky České národní banky. V teoretické části bude čerpáno převážně z literatury a internetových zdrojů s použitím deskriptivní metody.

Analytická část bakalářské práce se zaměří na zhodnocení úspěšnosti měnové politiky České národní banky v režimu cílování inflace v období 1998 – 2017. S použitím analytické a komparativní analýzy budou porovnána jednotlivá kritéria, kterými jsou skutečné hodnoty inflace a hodnoty vyhlášených inflačních cílů. Pro zpracování praktické části bakalářské práce budou využity údaje a informace z internetových zdrojů, kterými jsou převážně internetové stránky České národní banky.

Následně bude provedeno zhodnocení výsledků analýz a v závěru práce uvedena stručná prognóza pro rok 2018.

3 Teoretická východiska

3.1 Měnová politika

„Měnová politika je makroekonomická politika stanovená centrální bankou. Zahrnuje v sobě řízení peněžní zásoby, úrokové míry a je ekonomickou politikou poptávky, kterou používá vláda země k dosažení makroekonomických cílů, jako je inflace, spotřeba, růst a likvidita.“¹

3.1.1 Klasická měnová politika

Měnovou politiku je možno chápat jako regulaci operačního cíle (zpravidla krátkodobé úrokové míry) za účelem dosažení zprostředkujícího cíle (zde nikoli vždy, jak bude uvedeno dále) a konečného cíle (většinou cenové stability vyjádřené určitou inflací). Pro tuto regulaci existuje určitý řetězec ekonomických vazeb, v rámci kterého centrální banka používá sadu nástrojů k dosažení konečného cíle. Posloupnost těchto vazeb se nazývá transmisní mechanismus.

Podle směru nastavení operačního cíle rozlišujeme dva typy měnové politiky: expanzivní a restriktivní.

Expanzivní měnová politika neboli měnová expanze je zaměřená na podporu ekonomiky prostřednictvím zvýšení peněžní zásoby a snížení tržní krátkodobé úrokové míry, což vyvolá pokles ostatních úrokových měr v ekonomice. Za krátkodobou úrokovou míru můžeme považovat například diskontní sazbu, což je sazba, za kterou centrální banka poskytuje úvěry komerčním bankám. Když dojde k poklesu diskontní sazby, peníze se pro komerční banky stanou levnějšími, v důsledku toho klesnou i ceny úvěrů. Banky zvýší množství poskytovaných úvěrů, neboť dokážou přilákat klienty, kteří dosud z důvodu příliš vysokých úrokových sazeb nebyli ochotní otevřít si nové úvěry. Firmy a domácnosti začnou víc utrácet, tj. zvýší se rychlost peněžního obrátu. Avšak je nutno zmínit, že nižší úroková míra domácí země může přivést k odlivu kapitálu do zahraničí (je-li v zahraničí vyšší úroveň úrokových sazeb), což může vyvolat pokles investic. Centrální banka by proto měla být opatrná při provádění měnové expanze, aby tímto postupem nedošlo ke tlumení ekonomiky, a přihlížet k poměrům na trhu peněz v zahraničí. Centrální banka prosazuje expanzivní

¹The Economic Times. *Monetary Policy*, online: <https://economictimes.indiatimes.Com/definition/monetary-policy> (překlad autora)

měnovou politiku zejména tehdy, když očekává vysokou míru nezaměstnanosti, nízkou inflaci a pomalý růst hospodářství.

Mechanismus fungování restriktivní monetární politiky je zcela opačný. Centrální banka, očekává-li vysokou inflaci nebo příliš rychlý růst hospodářství (a s tím spojenou nízkou míru nezaměstnanosti), se pokusí snížit množství peněz v ekonomice. Dražší peníze donutí komerční banky zvýšit úrokové sazby a omezit množství poskytovaných úvěrů. Lidé si začnou půjčovat a utrácet méně, zmírní se rychlost peněžního obratu. Cílem restriktivní měnové politiky je tlumení ekonomiky. Je třeba uvést, že v tomto případě vliv možného přílivu peněz ze zahraničí není natolik výrazný, jelikož půjde zejména o úložky.

3.1.2 Kvantitativní uvolňování

Může nastat situace kdy, přestože úrokové míry jsou velmi nízké a peníze jsou dostatečně levné, komerční banky nemají ochotu půjčovat si, lidé utrácet a investoři investovat. V takové situaci slabý příliv peněz do ekonomiky a nebezpečně nízká inflace nutí centrální banku hledat alternativní ekonomický nástroj. Někdy se za tento nástroj centrální banky považuje politika kvantitativního uvolňování označovaná také jako „tlačení peněz“. Tuto politiku definujeme jako *„koupě domácích finančních aktiv (tj. nejenom domácích vládních dluhopisů) centrální bankou od obchodních bank a nebankovních jednotek, a to v takové výši, že dochází ke (značnému) navýšení bilanční sumy centrálních banky“*²

Za hlavní cíl kvantitativního uvolňování můžeme považovat snahu centrální banky rozhybat ekonomiku.

V dnešní době politiku kvantitativního uvolňování, která je zaměřena především na nákup domácích dluhopisů vlády, používají Bank of Japan, Bank of England, Fed a Eurosystem.

3.2 Nástroje měnové politiky

Za nástroje měnové politiky považujeme techniky, kterými centrální banka dosahuje konečného cíle, tj. měnové (cenové) stability.

Na nástroje měnové politiky se můžeme dívat z několika různých hledisek, a to například z hlediska četností využívání, cíle použití anebo rychlosti použití. Nejdůležitějším však

² JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnova a kurzová politika*. 2013, s. 20

zůstává hledisko dopadu na bankovní systém. V této souvislosti měnověpolitické nástroje obvykle rozdělujeme do dvou základních skupin: nástrojů přímých a nepřímých.

Do nepřímých nástrojů měnové politiky zařazujeme operace na volném trhu, povinné minimální rezervy, diskontní nástroje, operace na devizovém trhu a konverze a swapy cizích měn.

Nepřímé nástroje měnové politiky jsou charakteristické plošným působením na obchodní a další banky, v podstatě jednotnými podmínkami pro všechny banky a především tím, že banky na ně mohou, ale nemusejí reagovat. Tyto nástroje neomezují samostatné rozhodování bank, pouze ovlivňují podnikání bank.³ Nepřímé nástroje jsou eventuálně méně účinné, jelikož působí na bankovní systém zprostředkovaně, ale jelikož se považují za nástroje tržní, používají se mnohem častěji než nástroje přímé.

Přímé neboli administrativní nástroje měnové politiky, i když jsou mnohem účinnější, se používají spíše v tom případě, dochází-li k selhání nástrojů nepřímých. Do těchto nástrojů patří pravidla likvidity, úvěrové limity bank, úvěrové kontingenty a povinné vklady.

3.2.1 Operace na volném trhu

Operace na volném trhu se považují za jeden z hlavních nástrojů centrální banky. Spočívají v nákupu či prodeji cenných papírů centrální bankou komerčním bankám. Většinou jde o tzv. repo operace, kdy centrální banka přijímá od komerčních bank přebytečnou likviditu (nejčastěji na dobu 14 dnů) a jako zástavu poskytuje cenné papíry. „*Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutou zástavu*“.⁴

Nákupem cenných papírů centrální banka zvyšuje rezervy bank a měnovou bázi, vede k poklesu krátkodobé úrokové míry a zvyšuje tlak na znehodnocení domácí měny. Prodeje rezervy bank a měnovou bázi snižují.⁵

³ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2011, s. 220

⁴ ČNB. *Měnověpolitické nástroje*, online: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

⁵ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 2012, s. 227.

3.2.2 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy představují určité procento z vkladů nebankovních subjektů u komerčních bank, které musí být uloženo na účtu centrální banky. Centrální banka používá povinné minimální rezervy jako nástroj, který umožňuje regulovat likviditu komerčních bank. V současné době se díky velkému přebytku likvidity povinné minimální rezervy používají zejména jako rezerva na provádění bezproblémového platebního styku mezi bankami.

3.2.3 Diskontní nástroje

Diskontní nástroje představují podmínky, za kterých centrální banka poskytuje úvěry komerčním bankám.

Diskontní úvěry jsou nejpoužívanější úvěry poskytované centrální bankou. Tyto úvěry jsou úročené diskontní sazbou, kterou vyhláší centrální banka a která představuje nejnižší úrokovou sazbu na finančním trhu.

Reeskontní úvěry jsou krátkodobé úvěry, které se poskytují na základě odkupu centrální bankou vybraných eskontovaných směnek od komerčních bank. Tyto úvěry jsou úročené tzv. reeskontní sazbou, která je zpravidla mírně vyšší než sazba diskontní.

Lombardní úvěry poskytuje centrální banka komerčním bankám oproti zástavě cenných papírů. Jedná se většinou o krátkodobé úvěry s dobou splatnosti do 90 dnů. „Patří do nástrojů měnové politiky, ačkoli je lze považovat za „mírně rizikové“, resp. „krátkodobé nouzové úvěry“, protože banky je mohou poptávat za situace, kdy již nemají možnost doplnit si likviditu diskontními nebo mezibankovními úvěry“.⁶

3.2.4 Devizové intervence

Spočívají v nákupu či prodeji zahraniční měny za domácí měnu. „Cílem devizových intervencí může být buď tlumení volatility na devizovém trhu a/nebo uvolnění, popř. zpřísnění měnové politiky“.⁷

⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2011, s. 230 - 234

⁷ ČNB. *Měnověpolitické nástroje*, online: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

3.3 Cíle měnové politiky

Za hlavní cíl měnové politiky se dá považovat především péče o cenovou stabilitu. Dalšími důležitými cíli jsou rovnováha platební bilance, stabilní hospodářský růst, podpora zaměstnanosti a stabilní měnový kurs. Nástroj umožňující centrální bance dosáhnout výše jmenovaných cílů obdržel název „transmisní mechanismus“. Tomu, co je jeho podstatou a jaká kritéria v sobě zahrnuje, bude věnována další kapitola.

3.3.1 Transmisní mechanismus

Podstata měnové politiky spočívá v ovlivňování inflace, případně jiných národohospodářských veličin. Je však nutno zmínit, že změna měnověpolitických nástrojů nepůsobí na konečné cíle přímo, ale prostřednictvím tzv. mezicílů. Tento způsob, jakým centrální banka působí na konečné cíle, se nazývá transmisní mechanismus měnové politiky.⁸ Mezicíle jsou dány:

- operačním cílem,
- zprostředkujícím cílem (je-li aplikován),
- konečným cílem.

Operační cíl

Za operační cíl měnové politiky se v současné době považuje téměř výlučně jmenovitá krátkodobá úroková míra. Dříve operačním cílem byla také měnová báze, limity na objem úvěrů či limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů. Nástrojem k dosažení zvolené krátkodobé úrokové míry jsou operace na volném trhu.⁹

Zprostředkující cíl

Zprostředkující cíl představuje přechodný cíl. Přes ovlivňování vybraného operativního cíle se centrální banka snaží ovlivnit zprostředkující cíl, aby dosáhla požadovaných konečných cílů. Za zprostředkující cíl v základních transmisních mechanismech jsou považované

⁸ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 2011, s. 47

⁹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnova a kurzová politika*. 2013, s. 50

úvěrové nebo měnové agregáty.¹⁰ Dalšími zprostředkujícími cíli měnové politiky jsou peněžní zásoba, úroková míra a měnový kurz.¹¹

Vývoj zprostředkujících cílů je pozorně sledován centrální bankou, v případě jakékoliv odchylky se banka snaží ho korigovat prostřednictvím změny nastavení měnověpolitických nástrojů a vývoje operativního kritéria.¹²

Je třeba uvést, že zprostředkující cíl není užíván ve všech variantách klasické měnové politiky. A právě absence nutnosti stanovení a dosahování zprostředkujícího cíle je význačným znakem cílování inflace.

Konečný cíl

Dosažení konečných cílů je nejdůležitějším aspektem provádění měnové politiky. Většinou tyto cíle jsou více či méně popsány v zákoně o centrální bance.

Je nutno zmínit, že konečné cíle ve vyspělých tržních ekonomikách nejsou totožné, avšak péče o cenovou stabilitu, resp. boj proti inflaci se vyskytuje ve v každé z nich. Dalšími konečnými cíli, které mohou být sledovány, jsou:

- podpora ekonomického růstu,
- podpora zaměstnanosti,
- stabilita měnového kursu domácí měny („vnější“ stabilita měny),
- stabilizace dlouhodobých úrokových sazeb,
- stabilita finančního systému.¹³

3.4 Inflace

Inflace je definovaná jako projev ekonomické nerovnováhy, jejímž vnějším znakem je růst cenové hladiny.¹⁴ Inflace zmenšuje množství statků a služeb, které si můžeme koupit za jednu peněžní jednotku („za korunu“), ale nezmenšuje množství statků a služeb, které si

¹⁰ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2011, s. 78.

¹¹ HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 2016, s. 642.

¹² POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. 2009, s. 67.

¹³ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2011, s. 79

¹⁴ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*. 2014, s. 127.

koupíme za náš důchod. Inlace totiž zvyšuje ceny nejen statků a služeb, ale všechny ceny – mzdy, nájemné, úroky a ceny ostatních výrobních faktorů¹⁵, ačkoli toto tvrzení má omezenou platnost u důchodů distribuovaných administrativně a nikoli ekonomicky.

S pojmem inflace je těsně spojen pojem deflace, což je řidší (leč velmi obávaný) jev, kdy dochází k všeobecnému poklesu cenové hladiny a růstu kupní síly peněz.

3.4.1 Typy a příčiny inflace

Z kvantitativního hlediska můžeme se dívat na inflaci jako na¹⁶:

- mírnou (plíživou),
- pádivou (cválající),
- hyperinflaci.

Mírná inflace je charakteristická relativní stabilitou cen a důvěrou lidí penězům. Míra inflace je pod hranici deseti procent.

Když hovoříme o **pádivé inflaci**, tak většinou zmiňujeme prudké tempo růstu cen (s mírou inflace vyjádřenou dvojcifernými až trojcifernými hodnotami), které je rychlejší než tempo růstu výroby v ekonomice. Lidé se snaží držet u sebe co nejméně peněz, finanční trhy ztrácejí stabilitu. Prohloubení pádivé inflace může vyvolat vážné hospodářské problémy.

Hyperinflace je jevem, při kterém míra inflace stoupá od trojciferných až do čtyř a víceciferných procentuálních hodnot. Je charakteristická prakticky žádnou lidskou důvěrou v peníze, existencí obrovské mezery mezi tempem růstu cen a tempem růstu výroby. I když hyperinflace je v historii případem není zcela běžným, vyskytovala se jak v minulosti, tak i v současnosti (jako příklad lze uvést Venezuelu, kde v roce 2016 inflace dosáhla hodnoty 254.3 % v meziročním vyjádření).¹⁷

¹⁵ HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 2016, s. 527.

¹⁶ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*. 2014, s. 131.

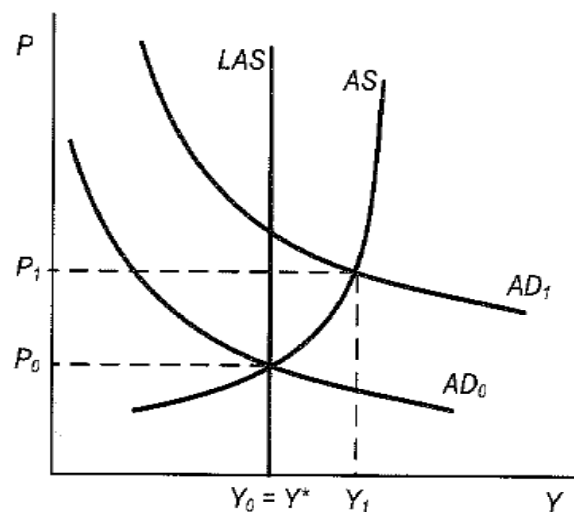
¹⁷ Statista. *Venezuela: Inflation rate from 2012 to 2022*, online: <https://www.statista.com/statistics/371895/inflation-rate-in-venezuela/>

Další hledisko, ze kterého můžeme zkoumat inflaci, je charakteristika impulsu vyvolávajícího její vznik. Z tohoto hlediska rozlišujeme:

- poptávkovou inflaci,
- nabídkovou inflaci.

K poptávkové inflaci dochází v případě, kdy skutečný a potenciální produkt jsou si téměř rovny. Inflačním impulsem sloužícím jako základ pro vznik poptávkové inflace je zvýšení agregátních výdajů. Dojde-li k růstu agregátní poptávky, a přitom potenciální produkt nevzroste odpovídajícím tempem, dojde k růstu cenové hladiny a vzniku poptávkové inflace.

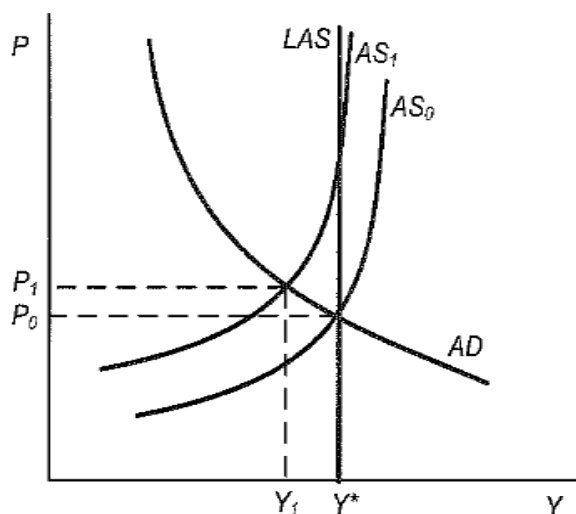
Graf 1: Poptávková inflace



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*. 2014, s. 133

Inflačním impulsem sloužícím základem pro vznik nabídkové inflace je růst nákladů. I když se skutečný produkt nachází pod úrovní potenciálního produktu, náklady firem rostou a s tím roste i cenová hladina. Jelikož náklady firem rostou, dojde k poklesu agregátní nabídky.

Graf 2: Nabídková inflace



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*. 2014, s. 134

Je ovšem nutno zmínit, že i když hovoříme o existenci různých impulsů, jak poptávková, tak i nabídková inflace vznikají především v důsledku zvýšení peněžní zásoby, proto se často říká, že inflace je jevem peněžním.

3.4.2 Měření inflace

Na to, abychom mohli určit vývoj cenové hladiny, resp. míru inflace, existují tři základní indexy:

- Deflátor HDP,
- Index spotřebitelských cen (CPI),
- Index cen výrobců (PPI).

Deflátor HDP používáme v případě, když chceme porovnat, jak se změnil HDP v běžném období oproti stejnému období loňského roku. Spočítáme ho tak, že vydělíme HDP v cenách běžného roku HDP v cenách minulého roku.

Deflátor HDP odráží změnu ceny všech statků, které jsou součástí HDP, za zvolené časové období.

Index spotřebitelských cen (CPI) znázorňuje změnu ve spotřebním koši domácnosti za zvolené časové období. Stejně jako i deflátor HDP, CPI porovnává ceny základního období

(zpravidla minulého roku) s cenami běžného období (letošního roku). Počítá se následujícím způsobem:

$$\text{INF}_{\text{CPI}} = \frac{\text{Spotřebitelský koš v cenách daného období}}{\text{Spotřebitelský koš v cenách předchozího období}}$$

Dalším variantem měření inflace je **Index cen výrobců (PPI)**, který je obdobou indexu spotřebitelských cen, ale pro výrobce. Dává přehled o vlivu inflace na konkurenceschopnost domácí ekonomiky.

3.4.3 Deflace

*«Deflace je procentní snížení cen v daném hospodářství v daném měsíci proti stejnému měsíci předchozího roku, tj. během jednoho roku. Jde tedy o roční posílení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny. Je-li v hospodářství přítomná deflace, pak na koupi téhož koše zboží a služeb spotřebitel později potřebuje méně jednotek měny dané země. Je to opak inflace».*¹⁸

Za hlavní příčinu vzniku deflace se považuje nízký růst peněžní zásoby, který je spojen s poklesem rychlosti oběhu peněz. Můžeme uvést další možné důvody vzniku deflace, avšak i tyto příčiny jsou účinkem nízkého růstu peněžní zásoby či dokonce i jejího poklesu. Do těchto příčin zařazujeme:

- pokles cen akcií,
- pokles cen nemovitostí,
- nadbytečné výrobní kapacity (tj. zvýšená nabídka),
- preference domácností spořit místo utrácet (tj. klesající poptávka),
- prudký pokles cen klíčových komodit,
- deflační vývoj v zemích hlavních obchodních partnerů,
- liberalizace trhu práce nebo finančního trhu,
- rychlé posílení domácí měny,
- nepružnost jmenovitých mezd.¹⁹

¹⁸ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnova a kurzová politika*. 2013, s. 100

¹⁹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnova a kurzová politika*. 2013, s. 107

3.5 Česká národní banka

3.5.1 O ČNB

*«ČNB je ústřední bankou České republiky, orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem a orgánem příslušným k řešení krize na finančním trhu. Je zřízená Ústavou České republiky a svou činnost vyvíjí v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a dalšími právními předpisy. Je právnickou osobou veřejného práva se sídlem v Praze».*²⁰

Nejvyšší orgán ČNB, bankovní rada České národní banky, se skládá z guvernéra, dvou viceguvernérů a čtyř dalších členů bankovní rady.

Za hlavní cíl činnosti České národní banky se považuje jak péče o cenovou a finanční stabilitu, tak i kontrola nad bezpečným fungováním bankovního (a širěji finančního) systému v České republice. Pokud není dotčen její hlavní cíl, podílí se Česká národní banka na podpoře politiky zabezpečující udržitelný hospodářský růst a podpoře obecné hospodářské politiky Evropské unie mající záměr přispět k dosažení cílů Evropské unie.²¹

3.5.2 Funkce ČNB

Funkce vykonávané Českou národní bankou jsou v podstatě totožné s funkcemi, které plní většina centrálních bank. Revenda²² uvádí, že mezi základní činnosti centrální banky patří:

Emisní činnost

Emisní činnost v širším pojetí znamená provádění základních operací s oběživem. Emise bankovek nebo mincí je přednostním právem a základní charakteristikou centrální banky. Co se týká bezhotovostních peněz, je třeba zdůraznit, že centrální banka je pouze jedním z možných emitentů. Většinou se emitováním bezhotovostních peněz zabývají komerční banky. Zde je třeba zdůraznit, že jde o peníze v ekonomickém, nikoli právním významu tohoto pojmu.

²⁰ ČNB. *O ČNB*, online: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/

²¹ Zákon o České národní bance (Zákon č. 6/1993 Sb.), online: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-6>

²² REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2011, s. 33-34

Měnová politika

Při provádění měnové politiky se centrální banky snaží ovlivňovat množství peněz prostřednictvím regulací měnových agregátů nebo prostřednictvím regulace výše úrokových sazeb v ekonomice. Hlavním cílem měnové politiky je podpora a udržování cenové stability.

Devizová činnost

Do devizové činnosti spadá devizová regulace, držba devizových rezerv a provádění operací na devizovém trhu. Devizové činnosti umožňují centrální bance udržovat hodnotu devizových rezerv, popřípadě usilovat o její zvýšení; zajistit likviditu země a ovlivnit měnový kurz prostřednictvím nákupů či prodejů domácí měny za zahraniční.

Regulace a dohled bank

Jelikož bankovní systém České republiky je dvoustupňový²³, centrální banka prosazuje pravidla činnosti bankovních institucí a tím samým reguluje činnosti obchodních bank.

Banka bank

Centrální banky vystupují vůči ostatním bankám v zemi jako jejich bankéři:

- přijímají od bank vklady,
- poskytují bankám úvěry,
- provádějí s bankami operace s cennými papíry,
- vedou bankám účty a provádějí zúčtování mezi nimi.²⁴

Banky ukládají prostředky na účty v centrální bance v podobě povinných a dobrovolných úložek v domácí měně. Povinné úložky v podobě povinných minimálních rezerv omezují volně disponované vklady bank. Některé banky, držící vklady u centrální banky ve formě zahraniční měny, mají tyto vklady ve formě povinných úložek. Dobrovolné úložky mají funkci prostředků pro mezibankovní platební styk.

Co se týče úvěru, tady je nutno zmínit, že v současné době úrokové sazby z úvěru u centrální banky jsou natolik nízké, že pro banky je relativně levným zdrojem, a tak banky poptávají

²³ Systém oddělující centrální a obchodní bankovníctví, kde prvním stupněm je centrální banka, a druhým stupněm jsou obchodní banky.

²⁴ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2011, s. 35.

úvěry v tom případě, když mají problémy se zajištěním likvidity. Úvěry od centrální banky představují emisi bezhotovostních peněz.

Pokud chce centrální banka nepřímými nástroji změnit rezervy bank nebo nějak ovlivnit krátkodobou úrokovou míru, pak provádí operace s cennými papíry, což jsou součástí měnové politiky. Za cíl centrální banka stanoví navýšení likvidity, někdy i dosažení zisku při těchto transakcích.

Zúčtovací operace neboli clearing mohou být prováděny nejen centrální bankou, ale i jinými bankami, například velkými obchodními bankami.

Banka státu (vlády)

V rámci dané činnosti centrální banka vede účty a provádí některé operace pro vládu, orgány místní a regionální moci a správy, centrální orgány a některé podniky veřejného sektoru.

Dále sem můžeme zařadit správu státního dluhu ve formě činnosti spojené s poskytováním a splacením úvěrů státu, platbou úroků a emisi státních poukázek a pokladní plnění státního rozpočtu, což znamená vedení účtu, úhrady a inkasa a další operace, které souvisejí s hospodařením státního rozpočtu.

3.5.3 Nezávislost centrální banky

Jednou ze zásadnějších podmínek kvalitního provádění měnové politiky a jejího dobrého fungování je nezávislost centrální banky na politické moci. Je důležitá pro dodržování hlavního měnového cíle, kterým je zachování cenové stability. V případě závislosti centrální banky na vládě může dojít k ohrožení cenové stability proto, že politická moc se může snažit přimět centrální banku k opatřením, která i když přivedou ke krátkodobé podpoře ekonomického růstu, v delším období se projeví v nepotřebném růstu inflace, zatímco ekonomická aktivita se vrátí buď na původní úroveň, nebo v důsledku inflace dojde i k jejímu poklesu. Dostatečná míra nezávislosti umožňuje těmto tlakům odolávat.²⁵

²⁵ ČNB. *Proč je ČNB nezávislá?*, online: https://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html

Nezávislost centrální banky chápeme ve čtyřech rovinách:²⁶

- personální,
- institucionální,
- funkční,
- finanční.

Personální nezávislost spočívá v omezování politických tlaků při jmenování a odvolání členů bankovní rady. Bankovní radu ČNB, která se skládá z guvernéra, dvou viceguvernéřů a čtyř dalších členů jmenuje a odvolává prezident republiky. Na této volbě vláda nemá žádnou účast. Rovněž je nutno zmínit, že zákon taxativně vymezuje eventuální důvody pro odvolání členů bankovní rady.

Institucionální nezávislost spočívá v tom, že bankovní rada při plnění svých cílů nesmí přijímat jakékoliv pokyny od vlády, prezidenta a jiných subjektů.

Dalším typem nezávislosti, na který se podíváme, je nezávislost funkční. Tady hovoříme o autonomii ČNB při formulování inflačních cílů a nástrojů k jejich dosažení. I když takovou věc jako kurzový režim ČNB povinně stanoví v souladu s vládou, nesmí tím být ohrožen její hlavní měnový cíl.²⁷

Na finanční nezávislost České národní banky se díváme ve dvou rovinách:

1. zákaz přímého financování vlády, institutů veřejného sektoru a jimi řízených subjektů.

Důležité zmínit, že v tržních ekonomikách je nepřípustné přímé financování vlády, tj. financování státního rozpočtu rozpočtů dalších subjektů veřejného sektoru centrální bankou. Centrální banka nemá možnost emitovat peníze jak v hotovostní, tak i bezhotovostní formě k pokrytí deficitu veřejných rozpočtů či výdajů veřejných institucí, protože to vyvolá růst míry inflace.

²⁶ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 2011, s. 80

²⁷ ČNB. *Proč je ČNB nezávislá?*, online: https://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html

2. samostatnost centrální banky při stanovování svého rozpočtu.

Centrální banka používá své zdroje ke dvěma základním účelům: pro provádění měnové politiky a pro zajištění běžného chodu banky. V prvním případě by měla být banka zcela nezávislá, jelikož je těžko odhadnout objem finančních zdrojů, který by měla mít k dispozici centrální banka k dosažení cílů centrální banky. V tomto případě lze brát v úvahu základní varianty, kdy centrální banka si rozpočet sestavuje a schvaluje sama, nebo část rozpočtu je schválena jinou institucí, ale nejedná se o část určenou na provádění měnové politiky.²⁸

3.5.4 Režimy měnové politiky

Na uskutečnění měnové politiky ve většině zemí se používají určité měnověpolitické režimy, které se podílejí nejen na tvorbě struktury měnověpolitického rozhodování, ale i usnadní interpretaci daného rozhodování veřejnosti. Do základních režimů měnové politiky zařazujeme²⁹:

- režim s implicitní nominální kotvou
- cílování měnové zásoby
- cílování měnového kurzu
- cílování inflace

Režim s implicitní nominální kotvou

V režimu s implicitní nominální kotvou centrální banka se snaží cílovat určitou veličinu, stanovenou interně v rámci centrální banky tak, že nedochází k jejímu explicitnímu vyhlášení. Předpokladem pro dobré fungování tohoto režimu je velká důvěryhodnost centrální banky, která umožní dosažení potřebných změn inflace a jejich očekávání bez explicitních cílů.

²⁸ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 2011, s. 82

²⁹ ČNB. *Jaké jsou režimy měnové politiky?*, online: https://www.cnb.cz/cs/faq/_jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html

Cílování měnové zásoby

Režim cílování měnové zásoby je zaměřen na tempo růstu konkrétního peněžního agregátu. Tady je třeba brát v úvahu, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní nabídky.

Cílování měnového kurzu

Spočívá ve snaze centrální banky prostřednictvím změny úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země. Avšak tím, že centrální banka se snaží „importovat“ cenovou stabilitu této země, dochází k jedné z hlavních nevýhod daného režimu – ztrátě autonomie měnové politiky.

Cílování inflace

Nejrychleji se šířící a nejmodernější režim měnové politiky. Daný režim bezprostředně směřuje nástroje měnové politiky na její hlavní cíl (ceny, inflace) bez použití zprostředkujících dílčích cílů.³⁰ Podrobnější přehled fungování daného režimu bude znázorněn v následující kapitole.

3.6. Cílování inflace

„Cílení inflace je režim měnové politiky, kdy inflaci jako konečný cíl se centrální banka snaží docílit přímo prostřednictvím operačního cíle či posloupnosti cílů, a nikoli pouze prostřednictvím zprostředkujících cílů.“³¹

Centrální banka v tomto případě zveřejňuje konkrétní cíl pro výši inflace, kterou chce udržovat v určitém období, a regulací operačního cíle ve formě krátkodobé úrokové míry dostává inflaci do žádoucího cílového koridoru.

3.6.1 Důvody zavedení cílování inflace

V roce 1997 kvůli vyskytujícím se turbulencím v ekonomice se Česká národní banka rozhodla opustit více než šestiletou politiku pevného kurzu a souběžně prováděnou politiku cílující peněžní zásobu. Toto rozhodnutí bylo přijato především proto, že měnová politika

³⁰ KANTNEROVÁ, Liběna. *Základy bankovníctví. Teorie a praxe*. 2016, s. 52.

³¹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnova a kurzová politika*. 2013, s. 114

v tomto režimu ztratila s postupující liberalizací kapitálových toků a finančního trhu na účinnosti a již nebyla schopná plnit svůj tehdejší hlavní cíl – cenovou stabilitu. Po opuštění kurzového pásma operační (krátkodobé sazby) a konečný (inflační) cíl přestaly být propojené transmisním schématem režimu měnového kurzu. Existovala dvě možná řešení, jak překlenout mezeru mezi operačním a konečným cílem. A to buď se vrátit k režimu cílování peněžní zásoby, anebo přejít na režim cílování inflace. Uvolnění kurzového režimu na jaře roku 1997 při zachování cílování peněžní zásoby nepřineslo očekávaný efekt. Cílování peněžní zásoby (na rozdíl od cílování inflace či režimu pevného kurzu) bylo málo srozumitelné pro širokou veřejnost, což vedlo k neukotvení inflačních očekávání, která již v dostatečně míře byla rozkolísána kurzovými turbulencemi, a následně vedlo ke zvyšování inflace. Bylo čím dál obtížnější předpovědět vazby jak mezi nástrojem měnové politiky – úrokovými sazbami – a peněžní zásobou, tak i vazbu mezi peněžní zásobou a inflací.³²

Návrat do režimu pevného kurzu po jeho předchozímu opuštění nebyl pro Českou národní banku dostatečně kredibilní. Oproti tomu banky v tehdejší době cílující inflaci naznačovaly, že nový měnověpolitický režim v podmínkách liberalizované a globalizované ekonomiky je docela perspektivní.

Následující tabulka ukazuje, jak se změnilы hodnoty inflace v jednotlivých zemích po zavádění politiky cílování inflace. V závorkách je uveden rok, kdy země uplatnila daný režim. V téměř všech případech po zavádění inflačního cíle došlo ke zřejmému poklesu hodnoty inflace.

³² ČNB. *10 let cílování inflace 1998-2007*, online: www.cnb.cz

Tabulka 1. Průměrná inflace v některých zemích před zaváděním cílení inflace a po zavádění režimu

| Země | Země s cílením inflace ³³ | |
|------------------------------------|--------------------------------------|---|
| | Průměrná inflace | |
| | Dekáda před inflačním cílem | Období po zavádění inflačního cílení (do roku 1997) |
| Austrálie (duben 1993) | 6,2 | 2,7 |
| Finsko (březen 1993) | 5,2 | 1,1 |
| Kanada (únor 1991) | 5,8 | 2,0 |
| Nový Zéland (březen 1990) | 11,6 | 2,5 |
| Švédsko (únor 1993) | 6,6 | 2,3 |
| Velká Británie (říjen 1992) | 5,2 | 2,8 |

Zdroj: JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnova a kurzová politika*. 2013, s. 117, vlastní zpracování

Jako další důvody zavedení systému cílování inflace v České republice se uvádí:

1. nestabilita peněžního multiplikátoru³⁴ a důchodové rychlosti peněz;
2. centrální banka neměla možnost sledovat více než jeden cíl, jelikož používala pouze jeden účinný nástroj, kterým jsou operace na volném trhu;
3. cílování inflace by mělo přispět ke stabilizaci úrokových sazeb a účinně ovlivnit inflační očekávání;
4. nízká inflace umožňovala maximalizovat tempo růstu HDP v dlouhém období;
5. vyšší inflace a následně vyšší nominální úrokové sazby jsou nerovnováhy platební bilance.³⁵

³³ Hodnota inflace je vyjádřena veličinou, ve které se v dané zemi uvádí inflační cíl, například CPI

³⁴ Vztah mezi peněžní zásobou a měnovou bází

³⁵ KLAUS, Václav a Vladimír TOMŠÍK. *Makroekonomická fakta české transformace*. 2007, s. 124-125.

Dalším důvodem je nutnost splnění maastrichtského inflačního kritéria v případě snahy o zapojení České republiky do Evropské hospodářské a měnové unie.³⁶

Tyto a další úvahy měly vliv na to, že v prosinci 1997 Česká národní banka přešla do režimu cílování inflace, přičemž první inflační cíl byl stanoven již pro rok 1998.

3.6.2 Transmisní mechanismus v režimu cílování inflace

V režimu cílování inflace centrální banka přes ovlivňování operačního cíle (krátkodobé úrokové míry) působí rovnou na cíl konečný (kvantifikovanou míru inflace ve střednědobém časovém horizontu), tj. bez použití explicitního zprostředkujícího cíle. Na schématu se to znázorňuje následujícím způsobem:

Obrázek 1: Transmisní mechanismus v režimu cílování inflace



Zdroj: POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. 2009, s. 70

Jako příklad můžeme uvést zvýšení repo sazeb. Když dojde ke zvýšení repo sazby, prostřednictvím transmisního mechanismu dojde k poklesu agregátní poptávky a v důsledku oslabení cenového růstu. V případě snížení repo sazby dojde k úplně opačnému vlivu na inflaci.

³⁶ MANDEL, Matrin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2003, s. 217.

3.6.3 Základní rysy cílování inflace

Do základních rysů cílování inflace můžeme zařadit střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a vyhlášení inflačního cíle či jeho posloupností.

Inflační cíl

Jednou ze zásadních funkcí centrální banky je udržování míry inflace na potřebné úrovni. Za tímto účelem centrální banka vyhláší inflační cíl anebo posloupnost cílů, které patří mezi základní pilíře politiky cílování inflace. V podstatě se jedná o závazek centrální banky vůči veřejnosti. Tento závazek vytváří lepší prostředí pro intenzivnější působení na inflační očekávání účastníků trhu. Trajektorie vývoje inflace v budoucnu se stanoví buď ve formě konkrétně zvolených bodů dané trajektorie (a to v krátkém, střednědobém či dlouhém období) anebo jako interval ve formě průběžně klesajícího či horizontálního koridoru. Je však nutno dodat, že střední hodnota intervalu může, ale nemusí být vlastním cílem. Ten se pochybuje ve vyspělých zemích v hodnotě kolem 2-3 %.

Jedním z ukazatelů, který používá Česká národní banka pro stanovení inflačního cíle, je ukazatel čisté inflace. Tento ukazatel byl použit Českou národní bankou na začátku období uplatňování cílování inflace. Počítá se z neúplného spotřebního koše, po vyloučení položek s cenami regulovaných státem a položek, které byly vyloučeny v důsledku administrativních opatření. Následující tabulka znázorňuje inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci:

Tabulka 2. Inflační cíl v letech 1998-2005

| pro rok | ve výši | plnění k měsíci | stanoven |
|---------|-------------|-----------------|---------------|
| 1998 | 5,5 - 6,5 % | prosinec 1998 | prosinec 1997 |
| 1999 | 4 - 5 % | prosinec 1999 | listopad 1998 |
| 2000 | 3,5 - 5,5 % | prosinec 2000 | prosinec 1997 |
| 2001 | 2 - 4 % | prosinec 2001 | duben 2000 |
| 2005 | 1 - 3 % | prosinec 2005 | duben 1999 |

Zdroj: www.cnb.cz

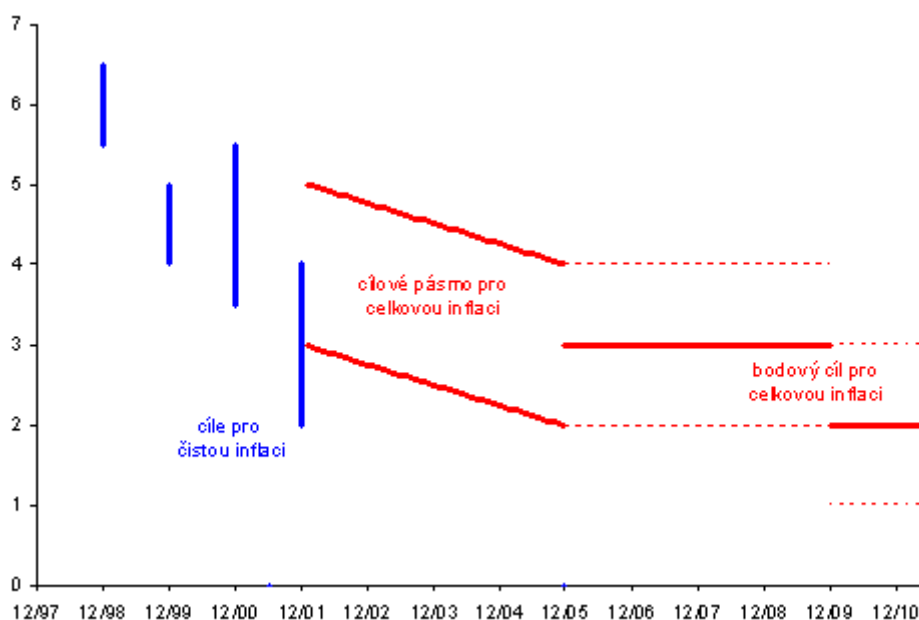
Další tabulka ukazuje inflační cíl ve formě inflačního pásma v období leden 2002 – prosinec 2005.

Tabulka 3. Inflační cíl v letech 2002-2005

| | pro měsíc | ve výši | plnění k měsíci | stanoveno |
|---------------|---------------|---------|-----------------|------------|
| začátek pásma | leden 2002 | 3 - 5 % | leden 2002 | duben 2001 |
| konec pásma | prosinec 2005 | 2 - 4 % | prosinec 2005 | |

Zdroj: www.cnb.cz

Graf 1. Inflační cíle ČNB



Zdroj: www.cnb.cz

První střednědobý inflační cíl pro konec roku 2000 byl vyhlášen Českou národní bankou současně s přechodem na cílování inflace, tj. v roce 1997. Centrální banka se zavázala použít své měnové nástroje tak, aby se čistá inflace pochybovala na konci roku 2000 v meziročním vyjádření v intervalu 3,5 – 5,5 %. Aby ČNB lépe ukotvila inflační očekávání, zároveň byl stanoven inflační cíl na konec roku 1998, a to v podobě čisté inflace ve výši 5,5 – 6,5 %. V listopadu 1998 byl stanoven krátkodobý inflační cíl pro konec roku 1999 v intervalu 4 – 5 %. V roce 1999 ČNB použila měnovou strategii tak, že stanovila dlouhodobý inflační cíl tzv. cenové stability pro konec roku 2005 v intervalu 1 – 3 % a v dubnu roku 2000 byl stanoven inflační cíl pro rok 2001. V roce 2001 došlo k přechodu na cílování celkové inflace, tj. se jednalo o cílování přírůstku indexu spotřebitelských cen. Trajektorie vývoje inflace se

vyjadřovala pomoci průběžného pásma. V období 2002–2005 se inflační pásmo pohybovalo v rozmezí 3 – 5 % v roce 2002 a končilo v roce 2005 na úrovni 2 – 4 %. Od ledna 2006 až po rok 2009 byl inflační cíl stanoven ve výši 3 %, přičemž ČNB se snaží udržovat současnou hodnotu inflace na úrovni, která se liší od inflačního cíle maximálně o jeden procentní bod na obě strany. Od ledna 2010 je inflační cíl stanoven na úrovni 2 %.³⁷

Inflační prognóza

Inflační prognózou rozumíme komplexní prognózu makroekonomického vývoje, která je zveřejňovaná Českou národní bankou za tím účelem, aby mohla přiblížit veřejnosti ekonomický vývoj za určité období (kterým je zpravidla čtvrtletí) a vyložit svůj vlastní výhled daného vývoje do budoucna. Inflační prognóza je z hlediska České národní banky považována za nejpravděpodobnější vývoj inflace a dalších klíčových ukazatelů jako například nezaměstnanost, úrokové sazby a produkce.

3.6.4 Podmínky nutné pro cílování inflace

Podmínky, které jsou nutné pro to, aby centrální banka mohla zavést cílování inflace lze rozdělit do dvou kategorií: institucionální a technické. Institucionální podmínka v sobě zahrnuje především schopnost centrální banky být nezávislou při určení potřebných nástrojů a jejich užití. Technická podmínka spočívá ve schopnosti získat kvalitní inflační předpověď. K tomu je nutné splnění několika dalších podmínek, mezi kterými jsou ekonomická stabilita, vyspělost finančního a kapitálového trhu a bankovní soustavy.³⁸

3.6.5 Výhody cílování inflace

Do zásadních výhod cílování inflace můžeme zařadit transparentnost, srozumitelnost a jasný závazek udržet inflaci v určitých mezích. Srozumitelnost cílování inflace má vliv na chování ekonomických subjektů, jelikož se předpokládá, že ve kvalitně vyložený inflační cíl schopen jednak snížit riziko, jednak usnadnit případnou dezinflaci. Závaznost a transparentnost

³⁷ ČNB, *Cílování inflace v České republice*, online: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

³⁸ KVASNIČKÁ, Michal, 2000. *Cílování inflace: teorie a praxe*, s. 650.

měnové politiky umožňují se vyhnout politickým tlakům a usnadnit kontrolu chování centrální banky.

K dalším zřejmým výhodám můžeme přidat ten fakt, že inflační cílování je nezávislé na jediném zprostředkujícím cíli. Inflační cílování se snaží využít maximální množství informací, modelů a teoretických přístupů, což umožňuje centrální bance snížit pravděpodobnost možných chyb, které by vyplývaly z nedostatečné znalosti mechanismů monetární politiky.³⁹

³⁹ KVASNIČKÁ, Michal, 2000. *Cílování inflace: teorie a praxe*, s. 650.

4 Analytická část

V praktické části bakalářské práce se zaměříme na analýzu politiky cílování inflace aplikované Českou národní bankou a zhodnocení úspěšnosti dané politiky. Sledované období jsou leta 1998–2017, což je období od uplatnění režimu cílování inflace až po aktuální rok.

4.1 Období 1998 – 2001

4.1.1 Rok 1998

Rok 1998 byl jak pro světovou, tak i pro českou ekonomiku charakteristický prohlubujícími se dezinflačními tendencemi. Krátkodobý inflační cíl vyhlášený centrální bankou na konec 1998 ležel v rozpětí 5,5– 6 % meziroční míry čisté inflace. Jak můžeme posoudit z tabulky, hodnota čisté inflace na konci čtvrtého čtvrtletí dosáhla 1,7 %, což je o 3,8 procentního bodu nižší, než dolní mez stanoveného inflačního cíle na konec roku 1998 (5,5%). Pokles hodnoty inflace pod hodnotu zvoleného cíle je způsoben především vlivem exogenních faktorů, a to poklesem cen surovin na světových trzích a apreciací koruny.⁴⁰

Meziroční růst spotřebitelských cen taktéž vykazoval klesající tendenci, a to především pod vlivem poklesu meziročního růstu regulovaných cen a poklesu meziroční čisté inflace (v prvních třech čtvrtletích). Ve čtvrtém čtvrtletí roku 1998 meziroční růst spotřebitelských cen zpomalil především pod vlivem klesající meziroční čisté inflace; její pokles byl v rozhodující míře ovlivněn výrazným snížením cen potravin.⁴¹

⁴⁰ ČNB, *Zpráva o inflaci leden 1999*, s. 1

⁴¹ ČNB, *Zpráva o inflaci leden 1999*, s. 4

Tabulka 4. Základní údaje o spotřebitelských cenách (v %)

| UKAZATEL | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|-------|
| | 3/98 | | 6/98 | | 7/98 | | 8/98 | | 9/98 | | 10/98 | | 11/98 | | 12/98 | |
| MEZIROČNÍ RŮST SPOTŘEBITELSKÝCH CEN | 13,4 | | 12,0 | | 10,4 | | 9,4 | | 8,8 | | 8,2 | | 7,5 | | 6,8 | |
| v tom: | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | |
| Regulované ceny | 30,8 | 6,38 | 29,7 | 6,11 | 21,1 | 5,00 | 20,9 | 4,91 | 20,4 | 4,79 | 20,6 | 4,81 | 20,5 | 4,78 | 20,4 | 4,73 |
| Vliv nepřímých daní v nereg. cenách | 0,73 | | 0,73 | | 0,73 | | 0,73 | | 0,73 | | 0,73 | | 0,73 | | 0,73 | |
| Čistá inflace | 7,9 | 6,32 | 6,5 | 5,19 | 6,1 | 4,66 | 4,9 | 3,73 | 4,3 | 3,30 | 3,4 | 2,64 | 2,6 | 1,96 | 1,7 | 1,32 |
| z toho: | | | | | | | | | | | | | | | | |
| - ceny potravin | 7,2 | 2,40 | 5,8 | 1,96 | 5,4 | 1,75 | 3,8 | 1,21 | 3,1 | 1,00 | 1,9 | 0,60 | 0,4 | 0,14 | -1,2 | -0,38 |
| - korigovaná inflace | 8,4 | 3,92 | 6,9 | 3,22 | 6,6 | 2,91 | 5,6 | 2,53 | 5,1 | 2,30 | 4,5 | 2,04 | 4 | 1,82 | 3,7 | 1,70 |
| MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr) | 10,0 | | 11,5 | | 11,6 | | 11,5 | | 11,4 | | 11,2 | | 11 | | 10,7 | |

Zdroj: www.cnb.cz

4.1.2 Rok 1999

Rok 1999 byl druhým rokem uplatňování režimu cílování inflace. Inflační cíl stanovený pro konec roku 1999 činil 4 – 5 % meziročního indexu čisté inflace. Ve skutečnosti se vývoj inflace v průběhu roku pohyboval na nižší úrovni. Jak je patrné z tabulky, v prosinci 1999 hodnota čisté inflace byla 1,5 %, což je 2,5 procentního bodu pod dolní mezí stanoveného inflačního cíle. Důvodem je vliv těžko předvídatelných faktorů ležících mimo dosah měnové politiky, tj. v režimu cílování inflace patřících do seznamu tzv. výjimek. Jednalo se zejména o pokles cen potravin.⁴²

Tabulka 5. Základní údaje o spotřebitelských cenách (v %)

| UKAZATEL | SKUTEČNOST | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--------------------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|
| | 12/98 | 3/99 | 4/99 | 5/99 | 6/99 | 7/99 | 8/99 | 9/99 | 10/99 | 11/99 | 12/99 | | | | | | | | | | | |
| MEZIROČNÍ ZMĚNA SPOTŘEBITELSKÝCH CEN | 6,8 | 2,5 | 2,5 | 2,4 | 2,2 | 1,1 | 1,4 | 1,2 | 1,4 | 1,9 | 2,5 | | | | | | | | | | | |
| v tom: | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | podíl | | | | | | | | | | | |
| Regulované ceny | 20,4 | 4,73 | 11,7 | 2,87 | 11,1 | 2,74 | 11,0 | 2,72 | 4,4 | 1,13 | 4,3 | 1,12 | 4,3 | 1,12 | 4,2 | 1,08 | 4,2 | 1,09 | | | | |
| Vliv nepřímých daní v nereg. cenách | 0,73 | | 0,00 | | 0,00 | | 0,00 | | 0,32 | | 0,32 | | 0,32 | | 0,32 | | 0,32 | | | | | |
| Čistá inflace | 1,7 | 1,32 | -0,4 | -0,33 | -0,3 | -0,21 | -0,5 | -0,37 | -0,6 | -0,49 | -0,5 | -0,36 | -0,1 | -0,06 | -0,3 | -0,21 | 0,0 | 0,02 | 0,8 | 0,47 | 1,5 | 1,14 |
| z toho: | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| - ceny potravin | -1,2 | -0,38 | -4,0 | -1,25 | -4,3 | -1,34 | -4,8 | -1,48 | -5,0 | -1,53 | -4,8 | -1,44 | -4,1 | -1,24 | -4,1 | -1,24 | -3,8 | -1,09 | -2,4 | -0,71 | -0,7 | -0,22 |
| - korigovaná inflace | 3,7 | 1,70 | 2,1 | 0,92 | 2,5 | 1,13 | 2,5 | 1,11 | 2,3 | 1,04 | 2,5 | 1,08 | 2,7 | 1,17 | 2,3 | 1,04 | 2,5 | 1,11 | 2,6 | 1,17 | 3,0 | 1,35 |
| MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr) | 10,7 | 8,0 | 7,1 | 6,3 | 5,5 | 4,7 | 4,1 | 3,4 | 2,9 | 2,5 | 2,1 | | | | | | | | | | | |

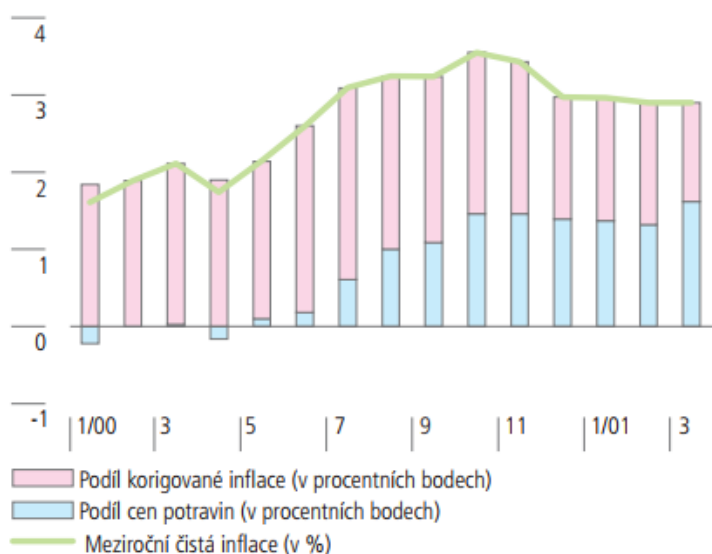
Zdroj: www.cnb.cz

⁴² ČNB, Výroční zpráva 1999, s. 35.

4.1.3 Rok 2000

Rok 2000 byl třetím rokem režimu cílování inflace. Meziroční čistá inflace stanovená na začátku roku 1998 pro rok 2000 ležela v intervalu 3,5 – 5,5 %. Podle následujícího grafu můžeme posoudit, že i v tomto roce se hodnota meziroční čisté inflace pohybovala pod stanoveným intervalem.

Graf 2. Meziroční čistá inflace v roce 2000



Zdroj: www.cnb.cz

První pololetí roku 2000 je charakteristické nárůstem cenových indexů, a to v důsledku exogenního nákladového šoku v podmínkách ekonomického oživení. V druhé polovině roku s mírnou volatilitou došlo ke stabilizaci cenového růstu. Prosinec roku 2000 je charakteristický hodnotou meziročního růstu spotřebitelských cen na úrovni 4 % a hodnotou meziroční míry čisté inflace na úrovni 3 %, což svědčí o tom, že v tomto roce se hodnota čisté inflace přiblížila ke stanovenému cíli.⁴³

4.1.4 Rok 2001

České ekonomika je již čtvrtý rok v režimu cílování inflace. České národní bance se podařilo snížit míru inflace na relativně nízkou úroveň, jež je blízká úrovni v EU, bylo proto v roce 2001 jejím cílem udržet dosaženou makroekonomickou stabilitu a vytvořit podmínky pro pokračující ekonomické oživení. To se jí podařilo, přestože domácí ekonomika byla ovlivněna zpomalením světové ekonomiky. Inflační cíl, stanovený v říjnu 2000 pro rok 2001

⁴³ČNB. *Výroční zpráva 2000*, s. 37

se pohyboval v intervalu 2 – 4 % meziročního růstu čisté inflace. Jak ukazuje tabulka, meziroční míra čisté inflace v prosinci 2001 byla ve výši 2,4 %, což hovořilo o splnění inflačního cíle. Také je třeba dodat, že odchylka od říjnové prognózy roku 2000 ve výši 0,7 procentního bodu byla téměř zcela způsobená neočekávaným poklesem cen pohonných hmot.⁴⁴

Tabulka 6. Prognóza čisté inflace pro konec roku 2001 z října 2000 a skutečnost

| CENOVÝ SEGMENT | PROGNÓZA Z ŘÍJNA 2000 (%) | SKUTEČNOST V PROSINCI 2001 (%) | DOPAD DO CELKOVÉ ODCHYLKY V ČISTÉ INFLACI (PROC. BODY)* |
|--|------------------------------|-----------------------------------|--|
| Mzr. čistá inflace | 3,1 | 2,4 | -0,70 |
| Mzr. růst cen potravin | 3,3 | 2,9 | -0,13 |
| Mzr. růst cen pohon. hmot | 0,0 | -15,0 | -0,55 |
| Mzr. korigovaná inflace bez pohonných hmot | 3,1 | 3,2 | 0,10 |
| Chyba zaokrouhlení | | | -0,12 |

Zdroj: www.cnb.cz

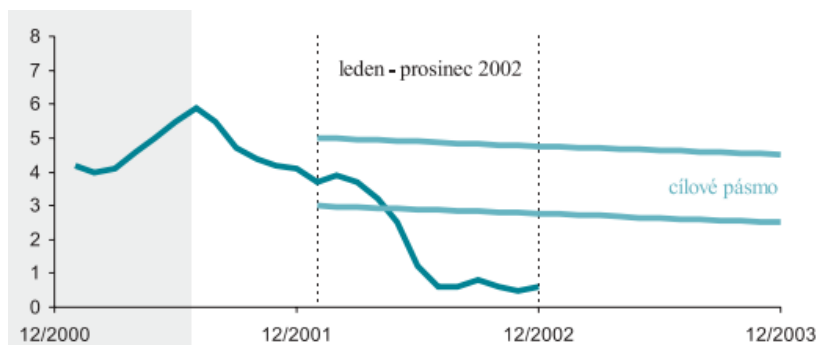
4.2 Období 2002 – 2006

4.2.1 Rok 2002

Rok 2002 jako i předcházející roky byl charakteristický udržující se nízkoinflační tendencí. Inflační cíl stanovený v roce 2001 byl vyjádřen průběžným pásmem, které začínalo v roce 2000 na úrovni 3 – 5 % a končilo v prosinci 2005 na úrovni 2 – 4 %. Co se týče splnění prognózy, tak z grafu můžeme pozorovat, že České národní bance se podařilo splnit inflační cíl jen v prvních čtyřech měsících roku. Ve zbývajících měsících inflace byla pod hranici stanoveného cílového pásma. Spotřebitelská inflace na začátku roku dosahovala výši 4 %, v průběhu roku však došlo k jejímu poklesu a v listopadu 2002 hodnota inflace v meziročním vyjádření dosáhla výše 0,5 %, což je nejnižší hodnota od roku 1990. Průměrná inflace v roce 2000 (1,8 %) poprvé v historii klesla pod úroveň inflace v zemích EU.

⁴⁴ČNB. *Výroční zpráva 2001*, s. 37 - 46

Graf 3. Plnění inflačního cíle v roce 2002



Zdroj: www.cnb.cz

Nedosažení inflačního cíle bylo způsobeno nenaplněním předpokladů prognóz o tom, jak se budou vyvíjet vnější faktory (ceny potravin a regulované ceny) a prognóz devizového kurzu.⁴⁵

4.2.2 Rok 2003

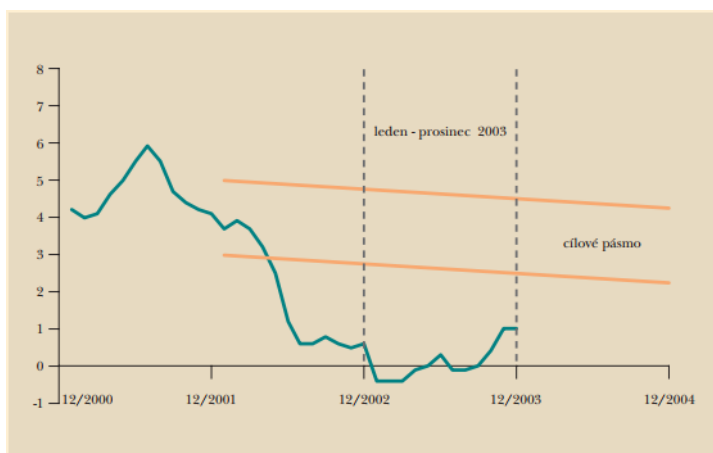
Projekce vytvořena v červenci roku 2002 předpokládala inflaci na spodním okraji cílového pásma ČNB, což je 2,5 % meziročního růstu spotřebitelských cen. Jak se pak ukázalo, ve skutečnosti tato hodnota byla nižší o 1,5 procentního bodu a v prosinci 2003 dosáhla výši 1 %, přičemž v prvním pololetí roku se pohybovala v záporných hodnotách. Rozhodující vliv na to, že skutečná hodnota inflace se lišila od projekce roku 2002 a tím i od inflačního cíle, zjevně měl dezinflační vývoj exogenních faktorů, které jsou skoro zcela mimo dosah měnové politiky: slabá zahraniční poptávka, nízký cenový růst v zahraničí, apreciovaný kurz eura vůči dolaru a klesající ceny zemědělských výrobců.⁴⁶ Spotřebitelská inflace se poprvé v historii ČR meziročně pohybovala pod úrovní inflace v zemích Evropské unie.⁴⁷

⁴⁵ČNB. *Výroční zpráva 2002*, s. 34 - 49

⁴⁶ČNB. *Zpráva o inflaci leden 2004*, s. 7

⁴⁷ČNB. *Výroční zpráva 2003*, s. 14

Graf 4. Plnění inflačního cíle pro rok 2003

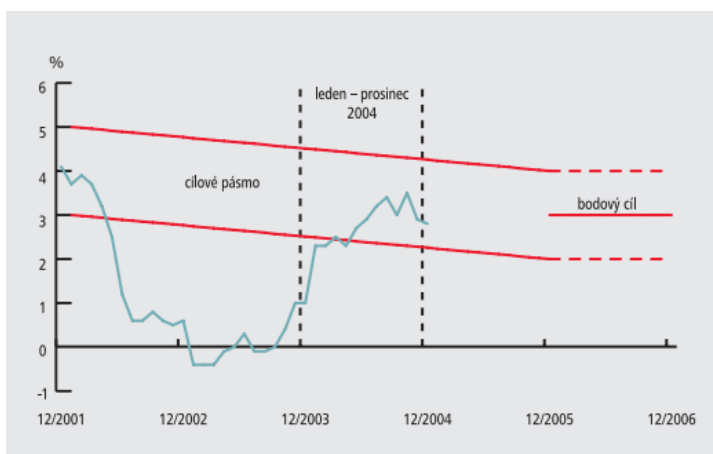


Zdroj: www.cnb.cz

4.2.3 Rok 2004

Inflace v roce 2004 oproti roku 2003 mírně stoupla a dostala se do cílového pásma. V průběhu roku se inflace pohybovala pod jeho středem. Již na začátku roku meziroční růst spotřebitelských cen stoupl na hodnotu 2,3 % a v červnu roku 2004 překročil hodnotu 3 %. Následující tři měsíce se hodnota inflace pohybovala nad třemi procenty a v říjnu dosáhla celoročního maxima (3,5 %). V prosinci hodnota inflace byla těsně pod hranici tří procent, když dosáhla 2,8 %.⁴⁸

Graf 5. Plnění inflačního cíle v roce 2004



Zdroj: www.cnb.cz

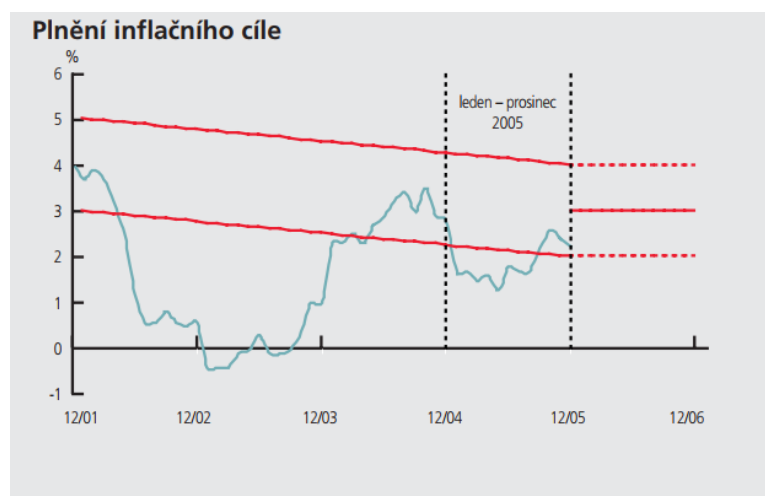
⁴⁸ČNB. Výroční zpráva 2004, s. 19

„Růst inflace v roce 2004 ovlivňovaly především úpravy nepřímých daní (zvýšení spotřebních daní na cigarety, alkohol a benzín, přesun některých položek služeb ze snížené do základní sazby DPH, snížení základní sazby DPH z 22 % na 19 %). Daňové úpravy vedly k růstu cen dotčených položek a následně ovlivnily i cenový pohyb v ostatních položkách. Byly i faktorem růstu celkových inflačních očekávání ovlivněných i obecnějšími obavami veřejnosti z cenových dopadů vstupu do EU“.⁴⁹

4.2.4 Rok 2005

Vývoj inflace v roce 2005 byl nižší, než předpokládala prognóza roku 2004. Meziroční růst spotřebitelských cen klesl ve srovnání s koncem roku 2004 o více než jeden procentní bod a po dvanácti měsících klesl pod hranici dvou procent (v květnu na 1,3 %) a udržel se tam do konce třetího čtvrtletí. Ve čtvrtém čtvrtletí byla inflace vyšší a nejvyšší hodnoty dosáhla v říjnu (2,6 %). V prosinci roku 2005 klesla na 2,2 %. Spotřebitelská inflace se v prvních třech čtvrtletích roku 2005 pohybovala pod úrovní inflace v EU a v posledním čtvrtletí byla jen nepatrně vyšší.⁵⁰

Graf 6. Plnění inflačního cíle pro rok 2005



Zdroj: www.cnb.cz

⁴⁹ČNB. *Výroční zpráva 2004*, s. 19

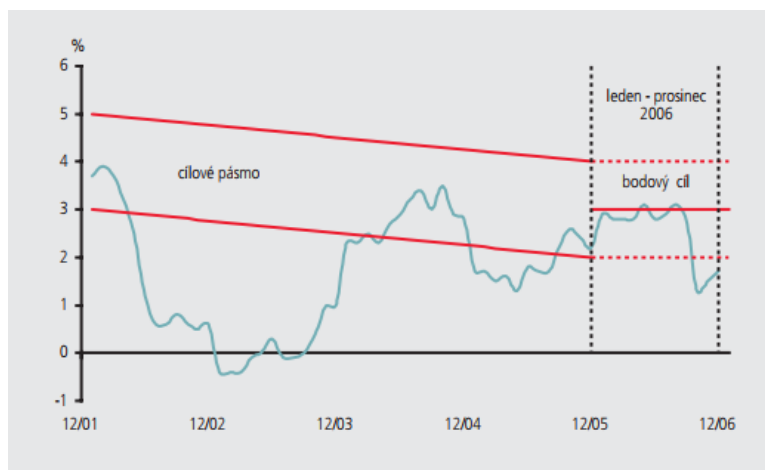
⁵⁰ČNB. *Výroční zpráva 2005*, s. 19

Za nenaplněním prognózy v první polovině roku 2005 stály mírnější než předpokládaný růst korigované inflace⁵¹ a pevnější růst koruny. K nenaplnění prognózy ve druhém pololetí došlo v důsledku nižší než předpokládané ceny potravin a odložení změn nepřímých daní.⁵²

4.2.5 Rok 2006

V březnu 2004 byla Českou národní bankou vyhlášen nový inflační cíl pro rok 2006. Cíl pro meziroční inflaci v podobě klesajícího pásma od počátku roku 2006 byl nahrazen horizontálním bodovým cílem ve výši 3 % s přípustnou odchylkou ve výši jednoho procentního bodu na obě strany.

Graf 7. Plnění inflačního cíle pro rok 2006



Zdroj: www.cnb.cz

Inflace v roce 2006 se po většinu roku pohybovala v blízkosti inflačního cíle. V prvních třech čtvrtletích se meziroční růst spotřebitelských cen vyvíjel stabilně a pohyboval se mezi 2,7–3,1 %, což bylo vesměs nad průměrnou úrovní inflace v zemích EU. Ve čtvrtém čtvrtletí roku (říjen) pod vlivem zpomalení meziročního růstu regulovaných cen inflace klesla na hodnotu 1,3 %.⁵³

⁵¹Korigovaná inflace – index cen nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, administrativních zásahů a bez pohonných hmot.

⁵²ČNB. *Výroční zpráva 2005*, s. 19

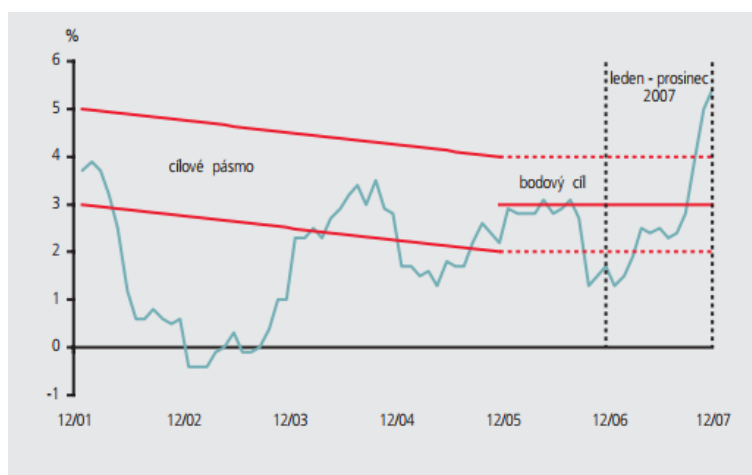
⁵³ČNB. *Výroční zpráva 2006*, s. 20-21

4.3 Období 2007 – 2010

4.3.1 Rok 2007

V průběhu roku 2007 se inflace postupně zvyšovala a přiblížila se ke svému inflačnímu cíli. Jedinou výjimkou se stalo čtvrté čtvrtletí, kdy došlo k růstu indexu meziročního růstu spotřebitelských cen, který se na konci roku dostal na horní okraj tolerančního pásma pro inflační cíl.

Graf 8. Plnění inflačního cíle v roce 2007



Zdroj: www.cnb.cz

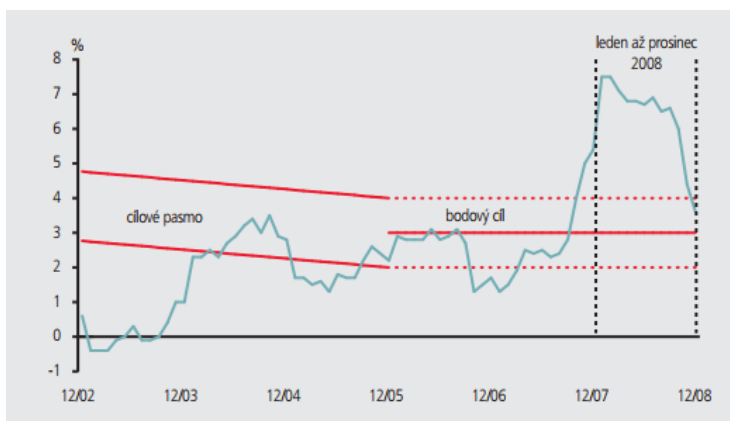
Spotřebitelské ceny a konkrétně jejich vývoj byl ovlivněn především cenami potravin a regulovanými cenami. Na spotřebitelskou inflaci v roce 2007 taktéž působily změny nepřímých daní a vývoj korigované inflace bez pohonných hmot.⁵⁴

4.3.2 Rok 2008

Rok 2008 byl charakteristicky eskalací světové finanční a hospodářské krize, což se odrazilo i na domácím ekonomickém vývoji. Její dopady se nejvýrazněji projeví ve čtvrtém čtvrtletí, kdy došlo k výraznému snížení inflace a propadu hospodářského růstu.

⁵⁴ČNB. *Výroční zpráva 2007*, s. 18

Graf 9. Plnění inflačního cíle pro rok 2008



Zdroj: www.cnb.cz

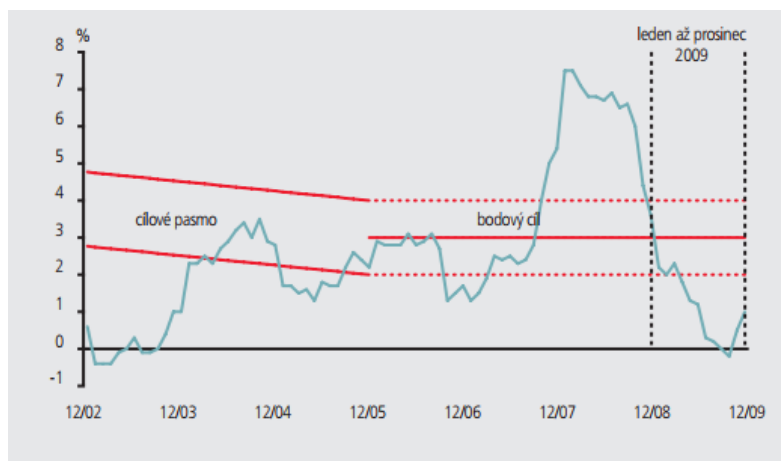
V průběhu roku inflace v České republice byla mnohem vyšší než inflace v zemích Evropské unie, avšak v posledních dvou měsících roku se jí přiblížila. Vývoj inflace v roce 2008 ve značné míře byl ovlivněn změnami nepřímých daní a regulovanými cenami. K rychlému růstu posledně jmenovaných došlo v důsledku zvýšení nájemného, růstu cen plynu, elektrické energie a tepla. Rychlý růst světových cen energetických a zemědělských surovin se projevil na růstu cen pohonných hmot a potravin. Pokles cen zemědělských komodit na konci roku přispěl k tomu, že se hodnota inflace přiblížila stanovenému cíli.⁵⁵

4.3.3 Rok 2009

Rok 2009 se vyznačoval prohlubující se světovou finanční a hospodářskou krizí, což naznačovalo další obtížné podmínky pro českou ekonomiku.

⁵⁵ČNB. *Výroční zpráva 2008*, s. 18

Graf 10. Plnění inflačního cíle pro rok 2009



Zdroj: www.cnb.cz

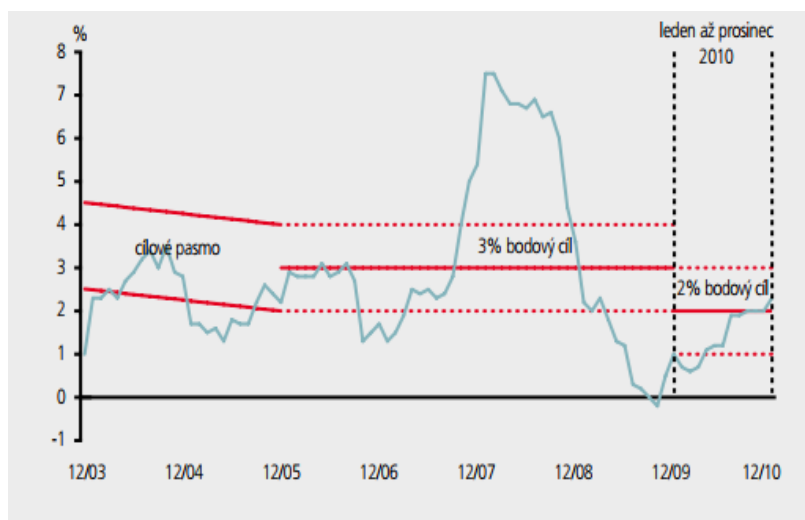
Jak je zřejmé z grafu, v průběhu roku došlo k poklesu hodnoty inflace, která dosáhla v říjnu dokonce záporných hodnot. Ve zbývajících měsících došlo k růstu spotřebitelských cen, který se však nadále nacházel hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle.⁵⁶

4.3.4 Rok 2010

V roce 2010 Česká národní banka přešla na cílování meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen (CPI) ve výši 2 % s povolenou odchylkou ve výši jednoho procentního bodu na obě strany.

⁵⁶ČNB. *Výroční zpráva 2009*, s. 20

Graf 11. Plnění inflačního cíle pro rok 2010



Zdroj: www.cnb.cz

Rok 2010 se projevoval postupným zlepšením ekonomické situace z důsledků světové finanční a hospodářské krize. V prvním čtvrtletí roku, jak se dá pozorovat z grafu, se inflace nacházela mírně pod dolní hranicí tolerančního pásma, avšak počínaje druhým pololetím se inflace již pohybovala v blízkosti vyhlášeného dvouprocentního cíle. Nízká inflace umožnila ČNB na začátku května snížit klíčové úrokové sazby (s výjimkou diskontní sazby, která zůstala na 0,25 %) o dalších 0,25 procentního bodu.⁵⁷

4.4 Období 2011 – 2017

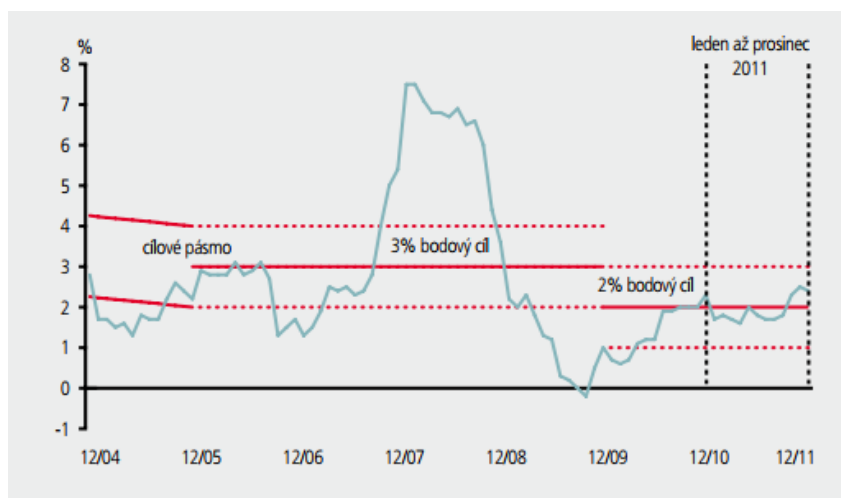
4.4.1 Rok 2011

V průběhu roku 2011 se hodnota inflace nacházela těsně u inflačního cíle stanoveného ČNB. Na konci roku, jak je patrně z grafu, došlo k překročení dvouprocentního bodového cíle, a to především pod vlivem zvýšení sazby DPH plánované v lednu roku 2012 do cen potravin s předstihem již v posledních měsících roku 2011. Míra inflace na konci roku se rovnala 1,9 %.⁵⁸

⁵⁷ČNB. *Výroční zpráva 2010*, s. 20

⁵⁸ČNB. *Výroční zpráva 2011*, s. 18

Graf 12. Plnění inflačního cíle pro rok 2011

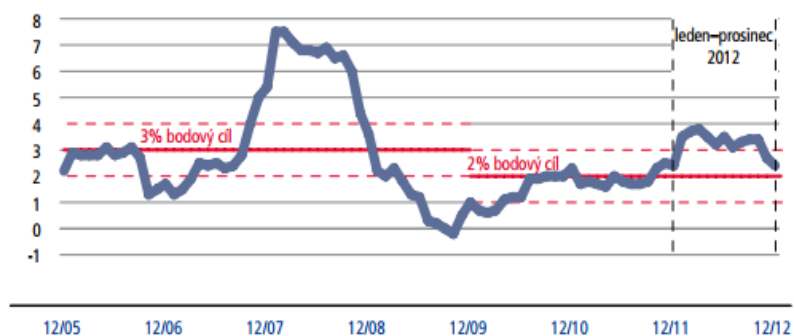


Zdroj: www.cnb.cz

4.4.2 Rok 2012

Začátek roku 2012 je charakteristický skokovým zvýšením inflace nad horní mez tolerančního pásma, což je vidět z následujícího grafu.

Graf 13. Plnění inflačního cíle pro rok 2012 (v %)



Zdroj: www.cnb.cz

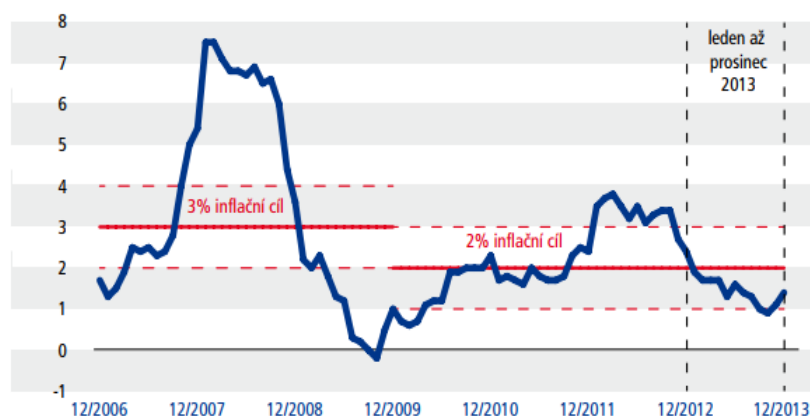
K takovému nárůstu celkové inflace došlo zejména kvůli zvýšení snížené sazby DPH od 1. ledna 2012, růstu světových cen komodit a dovozních cen. Vývoj domácí ekonomiky naopak působil proti zvýšení inflace a cen. Pokles výkonu české ekonomiky měl za následek pokles

mezd, snížení spotřeby domácností i vlády a útlumu investic do zásob. Míra inflace za rok 2012 dosáhla 3,3 %.⁵⁹

4.4.3 Rok 2013

Rok 2013 je charakteristický prohlubující se od roku 2012 ekonomickou recesí, která se projevila růstem nezaměstnanosti, poklesem spotřeby domácností, příjmů, investic a zisků firem. Jarní prognóza v důsledku pokračujícího poklesu inflace a prohlubující se recese poprvé v historii ukázala na potřebu hypoteticky záporných měnověpolitických úrokových sazeb. Česká národní banka na tento vývoj již v roce 2012 reagovala použitím svého hlavního měnověpolitického nástroje, když postupně snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %).⁶⁰

Graf 14. Plnění inflačního cíle pro rok 2013 (v %)



Zdroj: www.cnb.cz

Pokračující pokles inflace, výhled klesajících regulovaných cen, historický nejnižší růst mezd ve sféře podnikání a rekordně vysoká nezaměstnanost na podzim roku 2013 vedly k tomu, že podzimní prognóza zveřejnila nutnost uvolnění měnové politiky. Česká národní banka se rozhodla použít měnový kurz jako další nástroj měnové politiky.⁶¹ „Dle tohoto scénáře by oslabení kurzu koruny k hodnotám poblíž 27 korun za euro přineslo potřebné

⁵⁹ČNB. *Výroční zpráva 2012*, s. 18

⁶⁰ČNB. *Výroční zpráva 2013*, s. 18

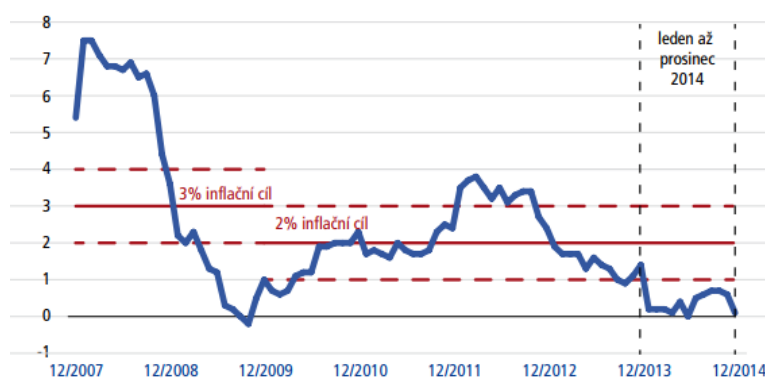
⁶¹ČNB. *Výroční zpráva 2013*, s. 19

uvolnění měnové politiky, snížilo riziko deflace, urychlilo návrat inflace k cíli a podpořilo oživení ekonomické aktivity v roce 2014.⁶²

4.4.4 Rok 2014

Jak můžeme postřehnout z grafu, hodnota celkové inflace se na začátku roku prudce snížila a nacházela se hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Záhlavní příčinu takového poklesu můžeme označit pokles regulovaných cen a vliv změn DPH. Na druhé straně poprvé téměř po pěti letech se korigovaná inflace dostala do kladných hodnot. Ovlivnilo to především rychlé odeznění protiinflačního působení domácí ekonomiky, zvýšení dovozních cen a růst mezd, kromě toho tomu přispělo i oslabení kurzu koruny. Celková inflace se tak v průběhu roku dočasně zvýšila.⁶³

Graf 15. Plnění inflačního cíle pro rok 2014 (v %)



Zdroj: www.cnb.cz

4.4.5 Rok 2015

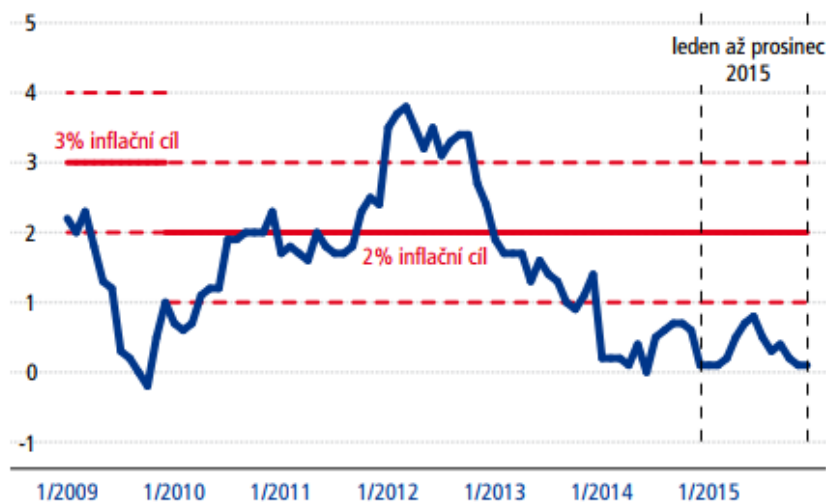
Rok 2015 se pro Českou republiku vyznačoval rychle rostoucí ekonomikou a zlepšující se situací na trhu práce. Celková a měnověpolitické inflace se však v průběhu roku nacházely pod dolní hranici tolerančního pásma. Za celý rok průměrná míra inflace dosáhla hodnoty 0,3 %, což je nejnižší hodnota od roku 2003. Důvodem natolik nízkých hodnot inflace byl prohlubující se meziroční pokles cen pohonných hmot v důsledku propadu cen ropy na světových trzích a ve druhém pololetí tomu přispěly i klesající regulované ceny a zastavení růstu cen potravin. Na druhé straně došlo k mírnému růstu korigované inflace bez

⁶²ČNB. *Výroční zpráva 2013*, s. 19

⁶³ČNB. *Výroční zpráva 2014*, s. 18

pohonných hmot, která ke konci roku dosáhla hodnoty 1,5 %, což bylo nejvyšší hodnotou za posledních sedm let.⁶⁴

Graf 16. Plnění inflačního cíle pro rok 2015 (v %)



Zdroj: www.cnb.cz

Skutečný a očekávaný vývoj inflace v roce 2015 ukazoval na to, že je potřebné i nadále výrazné uvolnění měnové politiky a že k udržitelnému plnění dvouprocentního cíle stanoveného Českou národní bankou, které bylo podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, mělo podle prognózy dojít až počátkem roku 2017.⁶⁵

4.4.6 Rok 2016

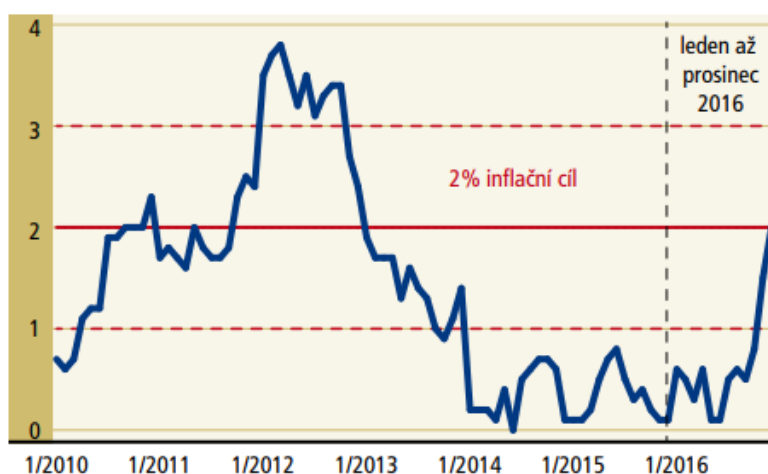
Měnová politika v roce 2016 působila v prostředí byt' zpomalujícího, ale stále pokračujícího ekonomického růstu a postupného vyčerpávání rezerv na trhu práce. K růstu ekonomiky ve výši necelých dvou a půl procent přispěla zejména spotřeba domácností a o něco méně čistý vývoz. Hodnota inflace se v průběhu roku nacházela hluboko pod hranicí tolerančního pásma. Na konci roku se však rychle zvýšila a dosáhla výše 2% cíle ČNB. K tomu došlo především kvůli odeznění dlouhotrvajícího poklesu cen pohonných hmot při současném růstu cen potravin. V prosinci se projevil i dopad na ceny v důsledku zavedení elektronické evidence tržeb v odvětví stravování a ubytování.⁶⁶

⁶⁴ČNB. *Výroční zpráva 2015*, s. 16-17

⁶⁵ČNB. *Výroční zpráva 2015*, s. 18

⁶⁶ ČNB. *Výroční zpráva 2016*, s. 16-17

Graf 17. Plnění inflačního cíle pro rok 2016 (v %)



Zdroj: www.cnb.cz

V roce 2016 Česká národní banka pokračovala v použití kurzového závazku jako nástroje pro uvolňování měnové politiky. Na zasedání v říjnu 2016 bankovní rada prodloužila platnost kurzového závazku a uvedla, že k jeho ukončení dojde ne dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2017.⁶⁷

4.4.7 Rok 2017

Hodnota celkové a měnověpolitické inflace v prvním a druhém čtvrtletí roku 2017 se nacházela v horní polovině cíle ČNB a nad prognózami ZoI IV/2015 a ze ZoI II/2016. Tyto prognózy vycházely z předpokladů používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017, ale v úvodu druhého čtvrtletí roku (6. dubna 2017) došlo k uvolnění kurzového závazku ze strany ČNB. První čtvrtletí je charakteristické hodnotou inflace ve výši 2,2 %, přičemž na konci prvního čtvrtletí inflace klesla na hodnotu 2,0 %.⁶⁸ Inflace se ve druhém čtvrtletí roku pohybovala v průměrné míře nad 2 %. K růstu spotřebitelských cen došlo především zvyšující se jádrovou inflací a cenami potravin.⁶⁹ Inflace ve třetím čtvrtletí se postupně zvyšovala až do říjnových 2,9 %, což bylo těsně pod horní hranici tolerančního pásma ČNB. V prosinci roku dosáhla hodnota inflace 2,4 %. Růst spotřebitelských cen byl

⁶⁷ ČNB. *Výroční zpráva 2016*, s. 17

⁶⁸ Český statistický úřad, *Míra inflace*, online: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

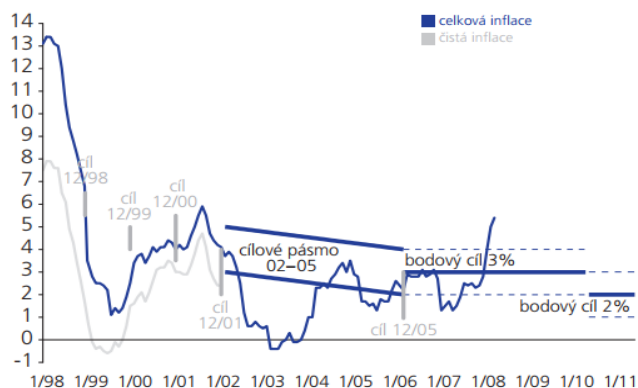
⁶⁹ ČNB. *Zpráva o inflaci srpen 2017*, s. 31

ovlivněn především růstem cen potravin v návaznosti na svižný růst cen zemědělských výrobců v živočišné a rostlinné výrobě a rostoucí hodnotou jádrové inflace ke zvýšení, které došlo v důsledku rychlejšího růstu cen neobchodovatelných statků.⁷⁰

4.5 Zhodnocení výsledků

Analytická část bakalářské práce se zaměřila na analýzu a zhodnocení měnověpolitického režimu cílování inflace, prováděnou Českou národní bankou od roku 1998. Srovnáním hodnot inflace stanovených ČNB jako cílové se skutečnými hodnotami inflace lze dovést, že skutečná inflace se nacházela častěji pod než nad inflačními cíli:

Graf 18. Plnění inflačních cílů v letech 1998-2011



Zdroj: www.cnb.cz

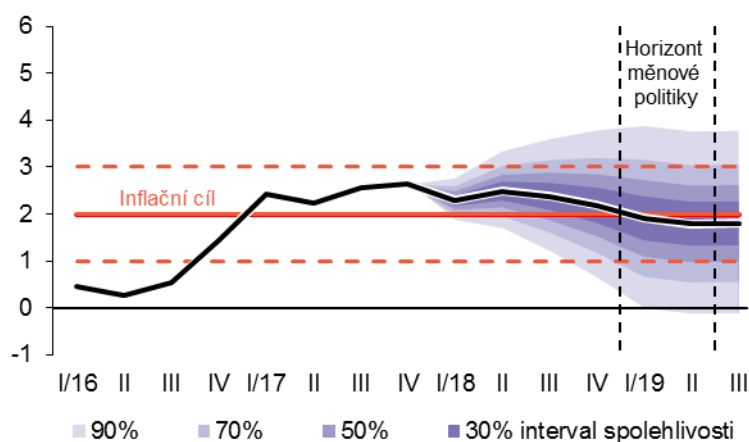
První dva roky v režimu cílování inflace, což jsou léta 1998-1999, se hodnota inflace značně odchylovala od vyhlášeného cíle a nacházela se hluboko pod dolní hranicí inflačního intervalu. Podobnou situaci je možno pozorovat i v letech 2002-2003. V obou případech za hlavní příčinu odchylek lze považovat vliv exogenních faktorů, které byly takřka zcela mimo dosah měnové politiky. Další odchylku je pak možno postřehnout ve čtvrtém čtvrtletí roku 2007, kdy hodnota inflace prudce vzrostla a nacházela se výrazně nad horní hodnotou hranice tolerančního pásma. Hospodářská krize v letech 2008-2009 ve značné míře ovlivnila i chování domácí ekonomiky. Inflace v říjnu 2009 dosáhla dokonce i záporných hodnot. V letech 2014 a 2016 se pak inflace ocitla pod hranicí tolerančního pásma, avšak na konci roku 2016 se dosáhla 2% cíle ČNB. V roce 2017 se hodnota inflace pohybovala v rámci tolerančního pásma ČNB.

⁷⁰ ČNB. Zpráva o inflaci listopad 2017, s. 31

5 Výhled na rok 2018

Podle prognózy ČNB inflace v roce 2018 zůstane nad 2% inflačním cílem. V průběhu roku zpomalení inflace bude odrážet z větší části protiinflační vliv dovozních cen v důsledku posílení koruny a také odeznění jednorázových vlivů. Příspěvek růstu regulovaných cen se v roce 2018 zvýší, ale v roce 2019 dojde k mírnému poklesu, což povede k pohybu inflace nepatrně pod cílem v roce 2019. Měnověpolitická inflace podle očekávání bude téměř totožná s celkovou inflací.⁷¹

Graf 19. Prognóza celkové inflace



Zdroj: www.cnb.cz

Jádrová inflace bude klesat v důsledku odeznění jednorázových vlivů a posílení kurzu koruny, avšak v průběhu roku 2018 se v jádrové inflaci projeví obnovený růst dovozních cen, což vrátí její hodnotu ke 2 %.

Aktuální dynamika, kterou lze pozorovat u růstu potravin, by měla oslábnout v návaznosti na předpokládané zpomalení růstu cen agrárních komodit.

Úrokové sazby dále porostou, což spolu s posílením kurzu zajistí návrat inflace k cíli. Proinflačně bude rovněž působit mzdový nárůst tažený relativním nedostatkem pracovní síly, rostoucími očekávanými odborů v kolektivních vyjednáváních, jakož i politickými zásahy (růst minimální mzdy a na něj postupně navazující růst mzdové hladiny).

⁷¹ ČNB. Zpráva o inflaci leden 2018, s. 18-19

6 Závěr

Bakalářská práce se zabývala zkoumáním režimu cílování inflace – rámce pro realizaci měnové politiky. Česká národní banka přešla k realizaci dané politiky v roce 1998 ve snaze vrátit se k cenové stabilitě po inflačním období předchozích let.

Za hlavní výhody režimu cílování inflace lze považovat jeho srozumitelnost široké veřejnosti, transparentnost a jasný závazek udržet inflaci v určitých hranicích. Závazek centrální banky podaný ve srozumitelné formě, jak se očekává, by měla mít výrazný vliv na chování ekonomických subjektů, snižovat finanční náklady, posilovat investiční činnost a napomáhat lepší alokaci zdrojů. Závaznost a transparentnost usnadní kontrolu chování centrální banky a umožní centrální bance bránit se politickým tlakům.

Úspěšnost plnění inflačního cíle Českou národní bankou se v čase měnila. Porovnáním vyhlášených prognóz se skutečností lze zaznamenat, že v době zavádění inflačního cílování odchylky inflace od cíle byly velmi vysoké, avšak obecně lze říci, že i přes dílčí neúspěchy při naplňování prognóz inflace lze považovat uplynulé roky v režimu cílování inflace, a tedy i účinnost transmisního mechanismu, za poměrně úspěšné.

7 Seznam použitých zdrojů

Knížní publikace:

- BRČÁK, Josef, Bohuslav SEKERKA a Dana STARÁ, 2014. *Makroekonomie - teorie a praxe*. Plzeň: Aleš Čeněk, 223 s. ISBN 978-80-7380-492-3.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ, 2011. *Základy financí*. Praha: Grada, 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.
- HOLMAN, Robert, 2016. *Ekonomie*. 6. vydání. V Praze: C.H. Beck, 696 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-278-6.
- JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada, 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.
- KANTNEROVÁ, Liběna, 2016. *Základy bankovníctví: teorie a praxe*. V Praze: C.H. Beck, 213 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-595-4.
- KLAUS, Václav a Vladimír TOMŠÍK, 2007. *Makroekonomická fakta české transformace*. Brno: NC Publishing, 139 s. Gaia. ISBN 978-80-903858-1-8.
- KVASNIČKA, Michal. Cílování inflace: teorie a praxe. *Politická ekonomie*, Praha: Vysoká škola ekonomická, 2000, XLVIII, č. 5, s. 647-659. ISSN 0032-3233.
- MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK, 2003. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 287 s. ISBN 80-726-1094-5.
- POLOUČEK, Stanislav, 2009. *Peníze, banky, finanční trhy*. V Praze: C.H. Beck, 415 s. ISBN 978-80-7400-152-9.
- REVENDA, Zbyněk, 2011. *Centrální bankovníctví*. 3., aktual. vyd. Praha: Management Press, 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.
- REVENDA, Zbyněk, 2012. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

Internetové zdroje:

- Český statistický úřad, *Míra inflace* [online]. [cit. 2018-02-16]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- ČNB, *Výroční zpráva 1999* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_1999.pdf

- ČNB, *Výroční zpráva 2000* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2000.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2001* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2001.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2002* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2002.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2003* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2003.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2004* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2004.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2005* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2005.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2006* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2006.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2007* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-17]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2007.pdf
- ČNB, *Cílování inflace v České republice* [online]. Česká národní banka [cit. 2017-09-08]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
- ČNB. *10 let cílování inflace 1998-2007* [online]. (PDF). Česká národní banka, 2008 [cit. 2017-08-22]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10letinflacnicilenicz.pdf
- ČNB. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2017-08-21]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/faq/jakejsourezimymenovepolitiky.html>

- ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2017-08-27]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/
- ČNB. *O ČNB* [online]. Česká národní banka [cit. 2017-08-13]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/
- ČNB. *Proč je ČNB nezávislá?* [online]. Česká národní banka [cit. 2017-08-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html
- The Economic Times. *Monetary Policy* [online]. [cit. 2017-07-28]. Dostupné z: <https://economictimes.indiatimes.com/definition/monetary-policy>
- Venezuela: Inflation rate from 2012 to 2022. *The Statistics Portal* [online]. [cit. 2017-08-14]. Dostupné z: <https://www.statista.com/statistics/371895/inflation-rate-in-venezuela/>
- *Zákon o České národní bance: Zákon č. 6/1993 Sb* [online]. [cit. 2017-08-13]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-6>
- ČNB, *Výroční zpráva 2008* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-19]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2008.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2009* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2009.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2010* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2010.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2011* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-28]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2011.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2011* [online]. (PDF). [cit. 2017-09-28]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2012.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2012* [online]. (PDF). [cit. 2017-10-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2012.pdf

- ČNB, *Výroční zpráva 2013* [online]. (PDF). [cit. 2017-10-13]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2013.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2014* [online]. (PDF). [cit. 2017-10-17]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2014.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2015* [online]. (PDF). [cit. 2017-10-22]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2015.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2016* [online]. (PDF). [cit. 2017-10-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2016.pdf
- ČNB, *Zpráva o inflaci leden 1999* [online]. (PDF). [cit. 2017-10-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999 leden/download/zoi_1999 leden.pdf
- ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2004* [online]. (PDF). [cit. 2017-11-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004 leden/download/zoi_2004 leden.pdf
- ČNB, *Zpráva o inflaci srpen 2017* [online]. (PDF). [cit. 2018-01-04]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017 III/download/zoi III 2017.pdf
- ČNB, *Zpráva o inflaci listopad 2017* [online]. (PDF). [cit. 2018-01-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017 IV/index.html
- ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2018* [online]. (PDF). [cit. 2018-02-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2018/2018 I/download/zoi I 2018.pdf