

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

Měnová politika ČNB a cílování inflace

Markéta Holá

© 2016 ČZU v Praze

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Markéta Holá

Podnikání a administrativa

Název práce

Měnová politika ČNB a cílování inflace

Název anglicky

Monetary policy of the Czech national bank and targeting inflation

Cíle práce

Cílem bakalářské práce je popsat mechanismus cílování inflace Českou národní bankou.

Metodika

V teoretické části budou popsány nástroje měnové politiky a funkce České národní banky. V teoretické části bude převážně použita popisná metoda.

V praktické části bude popsán mechanismus cílování inflace Českou národní bankou a provedeno srovnání splnění inflačních cílů ve sledovaném období.

V praktické části bude použita převážně metoda srovnávací.

Doporučený rozsah práce

30-40 stran

Klíčová slova

měnová politika, Česká národní banka, inflace, cílování inflace

Doporučené zdroje informací

BRČÁK, J. – SEKERKA, B. *Makroekonomie*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2010. ISBN 978-80-7380-245-5.

NORDHAUS, W D. – SAMUELSON, P A. *Ekonomie : 19. vydání*. Praha: NS Svoboda, 2013. ISBN 978-80-205-0629-0.

REVENDA, Z. *Banky a měnová politika*. Praha: Nad zlato, 1991. ISBN 80-900383-3-6.

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

Předběžný termín obhajoby

2015/16 LS – PEF

Vedoucí práce

Mgr. František Hřebík, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 6. 11. 2015

doc. Ing. Josef Brčák, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 10. 11. 2015

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 07. 03. 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Měnová politika ČNB 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 neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 10. 3. 2016

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Mgr. Františku Hřebíkovi, Ph.D. za odborné vedení a pomoc při zpracování této bakalářské práce.

Měnová politika ČNB a cílování inflace

Souhrn

Bakalářská práce se zabývá problematikou měnové politiky České národní banky. V první části se zaměřuje na podrobné vysvětlení podstaty, používaných nástrojů a jednotlivých cílů. Ve zkratce se dotýká požadavků na pravidla měnové politiky a jejich různé typy. Další část práce vysvětluje použití měnové politiky v modelu IS-LM, s čímž souvisí vymezení pojmů nabídky peněz a poptávky po penězích. V následující části je popsána Česká národní banka a její stručná historie. Následující část se věnuje bližší charakteristice a úloze, regulaci a dohledu v českém bankovním systému.

Druhá část se zabývá inflací a jejím cílováním Českou národní bankou. Nejprve je vysvětlen samotný pojem inflace a pojmy, které s problematikou souvisejí. Je zde zmíněna historie cílování inflace, její cíle a plnění. Závěrem se práce věnuje vývoji inflace a prognóze pro tento rok.

Klíčová slova: měnová politika, nástroje měnové politiky, operační cíle, zprostředkující cíl, konečný cíl, Česká národní banka, Inflace, cílování inflace

Monetary policy of CNB and inflation targeting

Summary

This bachelor's thesis deals with problematics of monetary policy of CNB. The first part fastens on detailed explanation of essence, used monetary policy instruments and operational objectives. In a nutshell, it cuts across the requirements for regulations of monetary policy and their various types. The next part of the thesis explains the use of monetary policy in the IS-LM model, which relates concept as demand and supply of money and demand. CNB and its brief history is described in the following part of the thesis. The next part deals with closer characteristics and task, regulation and super vision in Czech banking system.

The second part of the thesis deals with inflation and its targeting of the Czech national bank. The term inflation, and terms related to this problematics, are explained in the beginning. History of targeting of inflation, its targets and their fulfilment, is mentioned there. At the end of the the thesis, it briefly concentrates on evolution of inflation and this year's prognosis.

Keywords: monetary policy, monetary policy instrument, operational objective, intermediate objective, final objective, Czech national bank, inflation, inflation targeting

Obsah

1 Úvod	11
2 Cíl práce a metodika	12
2.1 Cíl práce.....	12
2.2 Metodika.....	12
3 Teoretická východiska	13
3.1 Podstata měnové politiky.....	13
3.1.1 Klasická měnová politika	13
3.1.2 Kvantitativní uvolňování	14
3.2 Nástroje měnové politiky.....	14
3.2.1 Operace na volném trhu	15
3.2.2 Diskontní nástroje	17
3.2.3 Kursové intervence.....	18
3.2.4 Povinné minimální rezervy.....	19
3.3 Operační cíl.....	20
3.4 Zprostředkující cíl	20
3.4.1 Cílení měnových agregátů	20
3.4.2 Cílení měnového kurzu	21
3.4.3 Cílení inflace.....	21
3.4.4 Režim s implicitní nominální kotvou.....	22
3.5 Konečný cíl.....	22
3.5.1 Cenová stabilita.....	22
3.5.2 Inflace	24
3.5.3 Deflace.....	30
3.6 Pravidla měnové politiky.....	31
3.6.1 Friedmanovo pravidlo	31
3.6.2 Taylorovo pravidlo	32
3.6.3 Pravidlo NAIRU	32
3.7 Měnová politika v modelu IS-LM	33
3.7.1 Popis a předpoklad modelu.....	33
3.7.2 Trh statků a služeb – křivka IS	33
3.7.3 Trh peněz – křivka LM.....	34
3.7.4 Rovnováha a nerovnováha v modelu	35
3.7.5 Účinnost měnové politiky v modelu IS-LM.....	35

3.8	Měnová politika ČNB	37
3.8.1	Historie České národní banky.....	37
3.8.2	Funkce ČNB	38
3.8.3	Nezávislost České národní banky	39
3.8.4	Režimy měnové politiky.....	40
3.8.5	Měnová politika v letech 1989 – 1997	41
3.8.6	Měnová politika po roce 1998	41
3.8.7	Aktuální měnová politika	42
4	Analytická část.....	43
4.1	Historie cílování inflace	43
4.2	Transparentnost ČNB.....	44
4.3	Transmisní mechanismus	44
4.4	Inflační cíl.....	45
4.4.1	Inflační cíl 1998 – 2001.....	45
4.4.2	Inflační cíl po roce 2002.....	46
4.4.3	Výjimky z inflačního cíle	47
4.5	Vývoj inflace.....	47
4.5.1	Vývoj inflace v období 1998 – 2001	47
4.5.2	Vývoj inflace v období 2002 – 2005	48
4.5.3	Vývoj inflace v období 2006 – 20013.....	49
4.5.4	Současný vývoj inflace.....	51
4.6	Inflační předpovědi	53
4.6.1	Prognóza ČNB	53
4.6.2	Prognózy ostatních subjektů.....	57
5	Zhodnocení výsledků	59
6	Závěr	60
7	Seznam použitých zdrojů	61

Seznam obrázků

Obrázek 1: Spotřební koš v ČR 2015	25
Obrázek 2: Poptávková inflace	28
Obrázek 3: Nabídková inflace	28
Obrázek 4: Křivka IS (lineární a nelineární tvar)	33
Obrázek 5: Křivka LM (lineární a nelineární tvar)	34
Obrázek 6: Rovnováha v modelu IS-LM	35
Obrázek 7: Posun křivky LM v důsledku monetární expanze	36
Obrázek 8: Maximální účinek monetární politiky (klasický případ)	36
Obrázek 9: Neúčinná monetární politika	37
Obrázek 10: Inflační cíle ČNB	46
Obrázek 11: Vývoj inflace v letech 1996 – 2001	48
Obrázek 12: Vývoj inflace v letech 2002 - 2005	49
Obrázek 13: Vývoj inflace v letech 2006 - 2013	50
Obrázek 14: Celková a měnověpolitická inflace (meziroční změny v %)	51
Obrázek 15: Struktura inflace (meziroční změny v %)	52
Obrázek 16: Srovnání prognózy se skutečností	52
Obrázek 17: Celková a měnověpolitická inflace (meziročně v %)	54

Seznam tabulek

Tabulka 1: Povinné minimální rezervy	19
Tabulka 2: Úrokové sazby	20
Tabulka 3: Inflační cíle v čisté inflaci stanovené ČNB	46
Tabulka 4: Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen	53
Tabulka 5: Prognóza vybraných veličin (meziroční změny v %)	55
Tabulka 6: Struktura meziročního růstu HDP (meziroční změny v %)	56
Tabulka 7: Fiskální prognóza (v mld. Kč)	57
Tabulka 8: Očekávané ukazatele dle analytiků (v horizontu 1R)	58

1 Úvod

V dnešní době má Česká národní banka velký vliv na fungování české ekonomiky. Její kroky mají vliv na nás všechny. Zabezpečuje důvěryhodnost, efektivnost a spolehlivost bankovního systému. Úkoly ČNB jsou emise hotovostního oběživa, řízení peněžního oběhu, platebního styku, je bankou státu a bankou pro ostatní banky, řídí měnové rezervy, provádí bankovní regulaci a dohled. Mezi tyto úkoly patří i neméně důležité provádění měnové politiky.

Podstatou měnové politiky je snaha regulovat množství peněz v oběhu prostřednictvím měnových nástrojů za účelem dosáhnout určitého cíle. Každá centrální banka má na výběr z několika měnových nástrojů, kterými může dospět k určitým cílům. V České republice se cíle měnové politiky postupem času měnily. V letech 1989 – 1997 si ČNB kladla za cíl udržet stabilitu domácí měny a měnového kurzu. Po roce 1998 se přešlo na režim cílování inflace.

Hlavním znakem cílování inflace je veřejné vyhlášení inflačního cíle. Sledováním vývoje inflace je pověřen Český statistický úřad. Získané výsledky jsou podkladem pro rozhodování ČNB o dalších postupech. Společně s Vládou ČR pak seznamuje veřejnost s jejími budoucími kroky prostřednictvím čtvrtletních zpráv o inflaci.

Při sestavování inflačního cíle je nutná znalost více informací. Zahrnuje se situace na trhu práce, ceny statků a služeb, nominální a reálné úrokové sazby, měnový kurz atd. Významná je prognóza vývoje inflace. Za situace, kdy se bude vývoj inflace lišit od stanoveného cíle, přijme ČNB příslušná opatření.

V listopadu 2013 přešla ČNB na cílení měnového kurzu z důvodu možné deflace, zaručení inflace na 2% úrovni a snahy vrátit se do stavu, kdy používala za nástroj měnové politiky úrokové míry. Pokud by nedošlo k uvolnění měnové politiky, hrozila by revalvace měny a deflace. V současné době je jasné, že používání kurzu jako měnového nástroje neskončí dříve než v druhé části roku 2016. Po vstupu České republiky do eurozóny zanikne pravomoc ČNB řídit měnovou politiku.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Cílem práce je popsat fungování měnové politiky prováděné ČNB v České republice a mechanismus cílování inflace.

2.2 Metodika

Teoretická část bakalářské práce popisuje podstatu měnové politiky, nástroje, kterými operuje Česká národní banka za účelem dosažení konečných cílů, mezi které se řadí cenová stabilita a inflace. Dále je objasněna problematika pravidel měnové politiky, měnová politika v modelu IS-LM a mimo jiné úloha a historie ČNB.

Pro zpracování této části jsou využity informace z odborné literatury, použita je převážně popisná metoda.

Praktická část se zaměřuje na cílování inflace. V první části je zmíněna historie a mechanismus cílování inflace. Navazuje popis inflačních cílů České národní banky od roku 1998 až do současnosti a jejich plnění v jednotlivých obdobích. Dále se práce zabývá vývojem inflace, prognózami na aktuální rok a rok 2017. Tato část byla zpracována metodou popisnou a analytickou.

Metoda srovnávací byla využita při srovnání inflačních cílů se skutečnou hodnotou inflace v období od zavedení cílování inflace a objasněním vlivů na jejich plnění.

Bakalářská práce je zpracována na základě poznatků z odborné literatury zaměřené na měnovou politiku a inflaci a z webových stránek České národní banky a Českého statistického úřadu. Úplný seznam zdrojů je uveden v závěru práce.

3 Teoretická východiska

3.1 Podstata měnové politiky

„Za měnovou politiku v nejširším pojetí můžeme považovat vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat vývoj množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů.“¹ Jde vlastně o regulaci úrokové míry domácí měny za účelem změny inflace, hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. Hlavním úkolem je zajištění cenové rovnováhy na trhu peněz, tedy aby se nabízené množství peněz rovnalo poptávanému množství peněz.

3.1.1 Klasická měnová politika

Měnová politika je regulace operačního cíle (obvykle úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability vyjádřené určitou inflací). „Nástroje měnové politiky představují realizaci měnové politiky a operační cíl je taktikou měnové politiky.“² Za strategii se považují zprostředkující a konečný cíl. Transmisní mechanismus měnové politiky vyjadřuje, jak operační cíl působí na cíl konečný.

Měnovou politiku můžeme rozdělit podle operačního cíle expanzivní a restriktivní. Expanzivní měnovou politikou centrální banka snižuje krátkodobé úrokové míry. Díky tomuto kroku se sníží i ostatní úrokové míry, což má za následek vyšší ochotu komerčních bank poskytovat nové úvěry. Pro firmy a domácnosti nižší úroková míra znamená možnost více investovat, to znamená, že se do oběhu dostává více peněz – zrychluje se oběh peněz. Expanzivní politika ekonomiku pozvedává.

Restriktivní měnová politika je naopak zvyšování úrokové míry. Touto činností se zvyšují i ostatní úrokové míry, sníží se ochota poskytování nových úvěrů a domácnosti a firmy jsou zdrženlivější. Jde o útlum hospodářství. Restrikce se používá v případech, kdy chce centrální banka zchladit ekonomiku nebo pokud očekává vysokou inflaci.

Problémem malé otevřené ekonomiky je vliv zahraničních úrokových měr na domácí. „Pokud dojde k recesi, a s tím souvisejícímu poklesu inflace či dokonce k deflaci,

¹ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 67

² JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 16

i u nás dojde k poklesu inflace (či deflaci), neboť obchodovatelné zboží představuje přinejmenším polovinu spotřebního koše.“³

Podstata měnové politiky by se dala vysvětlit takto. Pokud klesnou úrokové míry, komerční banky mohou půjčit větší množství peněz. Podniky při nižší úrokové míře více investují (zvyšuje se výrobní kapacita, tím se zvyšuje počet pracovních míst). Spotřebitelé mají větší spotřebu statků a služeb. V závěru dojde ke zvýšení poptávky a zvýšení cenové hladiny.

3.1.2 Kvantitativní uvolňování

Pojmem kvalitativní uvolňování se rozumí 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 centrální banky. Za cíl kvantitativního uvolňování je považováno snížení strmosti výnosových křivek. Tuto politiku v současnosti používají 4 centrální banky – Fed, Eurosystem, Bank of Japan, Bank of England.

Cílem kvalitativního uvolňování je snižování strmosti vládní a podnikové výnosové křivky. Centrální banka tak umožňuje další zadlužování při nízkých úrokových nákladech. Při takovémto zadlužování, kdy se zvyšuje inflace, HDP i zaměstnanost, je cíl kvantitativního uvolňování stejný jako u expanzivní monetární politiky.

„Tato politika může být poslední zbraní centrální banky. Pokud by nemohla centrální banka emitovat dluhopisy za nízkých úrokových nákladů, vlády a podniky by se ne zadlužovaly a hrozila by deflace, nebo by se půjčovalo za vyšší úrokové náklady.“⁴

3.2 Nástroje měnové politiky

Centrální banka svými nástroji operuje tak, aby ovlivňovala zprostředkující kritéria a dále cíle měnové politiky. Měnová politika je aplikována na mezibankovní trh. Jedná se hlavně o dodržování operačního cíle (krátkodobé úrokové míry).

Nástroje lze rozdělit dle několika hledisek. Jedním z hledisek je dopad na bankovní systém, kde nástroje rozdělujeme na přímé a nepřímé.

³ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 378

⁴ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 20

Zásahy centrální banky do rozhodovací činnosti můžeme nazvat přímými nástroji monetární politiky. Banky tento způsob odmítají, a proto jsou přímé nástroje používány spíše omezeně, ačkoli jsou účinnější než nástroje nepřímé. Mezi tyto nástroje se řadí limity úvěrů bank, limity úrokových sazeb bank, povinné vklady.

Nepřímé nástroje působí plošně na všechny obchodní a ostatní banky jednotnými podmínkami pro všechny. Banky na ně mohou, ale nemusí reagovat. Centrální banka nijak zvlášť neomezuje rozhodování subjektů, proto jsou teoreticky méně účinné než přímé nástroje. Mezi nepřímé nástroje můžeme zařadit operace na volném trhu, diskontní politiku, operace na devizovém trhu a povinné minimální rezervy.

Nepřímými nástroji (operace na volném trhu, diskontní nástroje, kursové intervence a povinné minimální rezervy) a přímými nástroji (limity úvěrů a úrokových sazeb) se zabývají následující podkapitoly.

3.2.1 Operace na volném trhu

„Operace na volném trhu jsou hlavním měnovým nástrojem Centrální banky. Centrální banka prodává nebo nakupuje cenné papíry. Pokud centrální banka prodává cenné papíry, vytváří konkurenci mezi poptávajícími peníze a cena peněz, tedy úroková sazba se zvyšuje a množství peněz se v ekonomice snižuje.“⁵ Operacemi na volném trhu rozumíme takové operace, které probíhají mezi centrální bankou a domácí bankou. Nejčastěji probíhají obchody se státními cennými papíry nebo s vlastními cennými papíry centrální banky. Cílem operací bývá regulovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice.

Operace na volném trhu mohou mít vliv na rezervy bank. Centrální banka může stanovit objem cenných papírů, čímž má rezervy komerčních bank více pod kontrolou – může tedy předpokládat jejich změny. Centrální banka však nemá žádné nástroje k tomu, aby donutila k prodeji či nákupu cenných papírů. Upravuje však úrokovou sazbu na hodnotu, která je nakonec přijatelná. „Může docházet k situaci, kdy nabídka cenných papírů obchodních bank je vyšší než poptávka centrální banky. Poptávané ceny mohou být nižší, než centrální banka očekávala. Důvodem vysokého zájmu bank prodávat cenné papíry může být snaha doplnit rezervy.“⁶ Může nastat opačný případ, kdy banky chtějí

⁵ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 210

⁶ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 224

nakupovat cenné papíry. Příčinou bývá atraktivní výnos aktiv nebo vyšší rizikovitost ostatních aktiv.

Centrální banka může stanovovat úrokové sazby, ale přichází tím o kontrolu nad rezervami bank. Pokud chce mít dohled nad úrokovou mírou i nad rezervami, vyhláší minimální a maximální úrokovou míru při nákupech a prodeji cenných papírů.

Rozlišujeme tři základní druhy operací na volném trhu: přímé operace, repo operace a switch operace. Přímé operace znamenají nákup nebo prodej cizích cenných papírů. Repo operace se rozděluje na dvě transakce. Rezervní repo operace znamenají, že centrální banka nakupuje cenné papíry za účelem zvýšení rezerv bank a později je prodává. Při prostých repo operacích banka nejprve cenné papíry prodává. Switch operace znamenají výměnu cenných papírů za cenné papíry s jinou lhůtou splatnosti avšak ve stejném objemu.

„Hlavní měnový nástroj má podobu repo operací prováděných formou tendrů (veřejnou soutěží).“⁷ Repo operace znamenají předávání přebytečné likvidity bank ČNB v podobě cenných papírů tzv. kolaterálů. Obě strany jsou zavázány dohodou, ve které je dohodnuto, že po uplynutí doby splatnosti vrátí ČNB zapůjčenou částku navýšenou o dohodnutý úrok a banka vrátí poskytnutý kolaterál. Základní doba trvání je 14 dní a tyto operace jsou tak považovány za klíčové dvoutýdenní repo sazby. Existují i repo operace s kratší dobou splatnosti. Dvoutýdenní repo sazba slouží jako maximální limitní sazba v případě provádění repo tendrů s variabilní sazbou. „Repo tendr je obvykle prováděn třikrát týdně s vyhlášením kolem 9:30 hodin. Minimální akceptovaný objem je 300 milionů korun a dále celé násobky 100 mil. Kč.“⁸ Doplnkovým měnovým nástrojem přijímá ČNB likviditu na tři měsíce a nazývá se tříměsíčním repo tendrem. Tento měnový nástroj se nyní nepoužívá, byl vypsán naposledy v roce 2001.

⁷ ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2015-09-11].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html

⁸ ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2015-09-11].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html

„Pokud centrální banka chce prodat či nakoupit cenné papíry, vyhláší nabídku, v níž uvádí:

- zda bude nakupovat či prodávat cenné papíry
- druh a objem cenných papírů určených k obchodování
- druh operací (přímé, repo, switch)
- cenu, úrokovou sazbu cenných papírů
- způsob operací.“⁹

Úrokovou sazbu při operacích na volném trhu nazýváme repo sazbou. Tato sazba je nástrojem měnové politiky za předpokladu, že je předem stanovena centrální bankou.

3.2.2 Diskontní nástroje

Diskontní nástroje můžeme považovat za jedny z nejstarších nástrojů měnové politiky. Zařazujeme do nich:

- úvěry, které poskytují centrální banky obchodním bankám, mají přesně určené podmínky,
- úrokové sazby z poskytnutých úvěrů
- úrokové sazby z rezerv
- úrokové sazby z cenných papírů při operacích na volném trhu.

Diskontní nástroje slouží centrálním bankám při regulaci rezerv bank a při ovlivňování úrokové míry. Jedná se o nepřímý nástroj, což znamená, že komerční banky nemusí reagovat na změny.

Diskontní úvěry jsou poskytovány centrální bankou. Jedná se o jednu z levnějších možností získání peněz. Je půjčováno domácím bankám v domácí měně. Při poskytování úvěru může a nemusí být požadováno jeho krytí a také záleží na finanční situaci komerční banky (zda bude moci splácet). Většinou se požaduje v podobě státních cenných papírů. Nekryté úvěry jsou poskytovány jen v krajním případě nouze. Lhůta splatnosti není delší než tři měsíce, bývá ale často o dost kratší. Pokud je diskontní úvěr krytý cennými papíry, nestává se, že by nedošlo ke splacení. Kdyby nastala situace nesplacení závazku v den splatnosti, jsou stanoveny sankce nebo budoucí odmítní úvěru centrální bankou. Diskontní sazba je určována centrální bankou, ale v některých zemích jí určuje vláda – ministr financí. Bývá dolní hranicí při pohybu krátkodobých sazeb na peněžním trhu.

⁹ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 227

„Lombardní úvěry jsou úvěry poskytované i proti zástavě. Jsou to také krátkodobé úvěry s lhůtou splatnosti nepřekračující 90 dní a v některých případech jsou poskytovány pouze „přes noc“. Centrální banka poskytuje úvěr jen do určité výše zástavy. Objem lombardního úvěru je snížen o lombardní sazbu.“¹⁰ Lombardní sazba je vyhlášována centrální bankou a bývá vyšší než mezibankovní sazba. Lombardní sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB může kdykoliv omezit nebo pozastavit poskytování lombardních úvěrů.

Diskontní a lombardní sazby se mění jen mírně v delších časových úsecích. Pověětšinou znamenají změnu, kterou chce provést centrální banka v měnové politice. Pohyby obou sazeb na sobě mohou být nezávislé. Může nastat situace, kdy úrokové sazby mohou být zcela neúčinné, což je nežádoucí. Pro banky je tato situace výhodná a poptávka po těchto úvěrech se zvyšuje. Někteří ekonomové jsou toho názoru, že aby nevznikala tato situace, měly by být stanoveny pevné rozdíly mezi sazbami. Tento způsob snižuje nástroj měnové politiky na úroveň ostatních úrokových sazeb.

3.2.3 Kursové intervence

„Kursové intervence ovlivňují měnový kurz domácí měny. Měnový kurz je v tržní ekonomice tržní kategorií, jeho hodnota je dána především vztahem mezi poptávkou a nabídkou zahraničních měn a domácí měny na devizovém trhu.“¹¹

Kursové intervence provádí centrální banka (někdy může spolupracovat ministerstvo financí) nákupem nebo prodejem zahraniční měny na domácím trhu. Nákup zahraniční měny za domácí měnu zvyšuje poptávku po zahraniční měně na devizovém trhu. Domácí měna se začne znehodnocovat. Nákupy zvyšují rezervy bank. Nabídka zahraniční měny se zvyšuje, když je zahraniční měna prodávána za domácí měnu.

Kursové intervence nejsou běžně používány v režimu cílování inflace. ČNB však kursové intervence může použít za situace, kdy se sníží úrokové sazby na tzv. „technickou nulu“. Případné další potřebné uvolnění měnové politiky lze docílit oslabením kurzu koruny. „V této situaci se ČNB ocitla na podzim 2013, kdy bankovní rada přijala kurzový

¹⁰ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 222 - 223

¹¹ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 239

závazek intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.“¹²

3.2.4 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy se řadí mezi klasické nástroje měnové politiky. Komerční banky je řadí mezi aktiva a centrální banka mezi pasiva. U tohoto nástroje nemůžeme přesně určit, zda se jedná o nástroj přímý či nepřímý. Banky mají povinnost tyto rezervy odvádět a za neodvedení jsou sankciovány – jedná se tedy o nástroj přímý. Pokud jsou stanoveny stejné sazby a základna, hovoříme o nepřímém nástroji. Centrální banka však musí nechat nějaký čas k adaptaci, protože by mohla nastat situace, kdy by komerční banky nemohly rezervy zvýšit. Proto jsou povinné minimální rezervy řazeny mezi neoperativní nástroje.

Změna sazeb či základny povinných minimálních rezerv ovlivní likviditu bank. „Při teoretické možnosti sazeb ve výši 100 % ze všech vkladů nebankovních subjektů, by žádná banka na první pohled nemohla mít s likviditou problémy, neboť rezervy spojené se vklady by musela držet u centrální banky. To by výrazně ovlivnilo úvěrovou aktivitu bank.“¹³

„Předepsaný objem PMR je stanoven na 2 % ze základny pro výpočet PMR. S platností od 12. 7. 2001 je touto základnou objem primárních závazků dané banky vůči nebankovním subjektům, jejichž splatnost nepřevyšuje 2 roky.“¹⁴

Tabulka 1: Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy	sazba z primárních vkladů (v %)	platí od:
Banky	2	7. října 1999
Stavební spořitelny	2	7. října 1999

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Limity mohou být označeny za jeden z neúčinnějších nástrojů měnové politiky. Mají přímý dopad na zprostředkující kritérium v podobě zvoleného úvěrového agregátu a jsou tak spojeny s úvěrovým transmisním mechanismem. Zde mohou ovlivnit

¹² ČNB, *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2015-10-15].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html

¹³ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 243

¹⁴ ČNB, *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2015-10-16].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html

i krátkodobou úrokovou míru. „Například snížení limitů za jinak stejných okolností omezí nabídku a povede k tlaku na růst mezibankovní sazby i úrokových sazeb z úvěrů.“¹⁵

Tabulka 2: Úrokové sazby

Úrokové sazby	úroková sazba (v %)	platí od:
Dvoutýdenní repo operace	0,05	2. listopadu 2012
Diskontní sazba	0,05	2. listopadu 2012
Lombardní sazba	0,25	2. listopadu 2012

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Od konce roku 2012 jsou hodnoty úrokových sazeb blízké nule.

3.3 Operační cíl

Operačním cílem je v měnové politice hlavně krátkodobá úroková míra. V minulosti se používala měnová báze, limity na objem úvěrů. Nástrojem jsou operace na volném trhu.

3.4 Zprostředkující cíl

Zprostředkující cíl bývá mezistupněm nebo mezicílem v měnové politice. Je to cíl, který musí mít spojitost s konečným cílem. Za zprostředkující cíle se považují většinou měnové agregáty a měnový kurz. Zprostředkujícím cílem se stanoví operační cíl, podle toho, jakého konečného cíle se chce dosáhnout. Podstatná je vazba na konečný cíl.

3.4.1 Cílení měnových agregátů

Cílení měnových agregátů souvisí s myšlenkou, že cenová úroveň závisí na měnových agregátech a cenová úroveň je určována množstvím peněz v oběhu. Cílení peněžní zásoby vychází z nezpochybnitelného poznatku empirického výzkumu, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní zásoby. „Otázkou je volba vhodného měnového agregátu. Čím širší je měnový agregát, tím zřetelnější je vztah k inflačnímu cíli, ale tím nižší je jejich zvládnutelnost centrální bankou.“¹⁶

¹⁵ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 247

¹⁶ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 418

Pro některé země bylo cílení měnových agregátů významným nástrojem měnové politiky. USA, Kanada a Velká Británie od tohoto nástroje upustily kvůli neefektivitě. Naopak ve Švýcarsku tento způsob fungoval. Od konce 80. let velká část centrálních bank upustila od cílení měnových agregátů a zaměřila se na cílení inflace. Měnové agregáty jsou však nadále součástí informací, které pomáhají při rozhodování o měnové politice.

Měnové agregáty jsou základním pojmem monetaristů, kteří se domnívají, že hospodářské krize jsou způsobeny poklesem růstu měnových agregátů. „Podle nich stanovení růstu měnových agregátů je nejlepším způsobem dosažení stabilního růstu hospodářství a řízení inflace. Monetaristé ignorují další faktory, jako jsou vládní výdaje a zdanění.“¹⁷ Naopak keynesiánci jsou toho názoru, že inflace je způsobována mnoha faktory.

3.4.2 Cílení měnového kurzu

„Centrální banka se snaží prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, a tak z této země „importovat“ cenovou stabilitu. Jednou z nevýhod tohoto režimu je ztráta autonomie měnové politiky.“¹⁸

Základní variantou cílení měnového kurzu mluvíme o pevném kurzu vůči jiné měně. Stanovuje se pásmo, ve kterém se kurz může volně pohybovat. Vyskytuje se i posuvný pevný kurz, kde je hladina měnového kurzu posouvána.

3.4.3 Cílení inflace

Pokud centrální banka používá tento režim, vyhláší inflační cíl, kterého se snaží docílit. Při sestavování inflačního cíle je nutná znalost více informací než při cílování měnového kurzu či peněžních agregátů. Zahrnuje se situace na trhu práce, ceny statků a služeb, nominální a reálné úrokové sazby, měnový kurz, rozpočty atd.

¹⁷ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 72

¹⁸ ČNB, *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2015-10-20].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html

3.4.4 Režim s implicitní nominální kotvou

Režim s implicitní nominální kotvou spočítá v cílování určité veličiny přijaté interně v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení. „Předpokladem pro úspěšné fungování tohoto režimu je vysoká důvěryhodnost centrální banky, jež umožní dosažení žádoucích změn inflace a jejích očekávání i bez explicitních cílů.“¹⁹

3.5 Konečný cíl

Dosahování konečných cílů by mělo být základním smyslem měnové politiky. Jejich stanovení je více či méně přesně uvedeno v zákoně o centrální bance. Konečné cíle nemusejí být v tržních ekonomikách stejné. Ve většině se však využívá podpory cenové stability. „Existují i jiné konečné cíle:

- podpora ekonomického růstu (podpora tempa růstu reálného hrubého domácího produktu – tento cíl centrální banka může ovlivnit jen krátkodobě),
- podpora zaměstnanosti,
- stabilita měnového kurzu domácí měny,
- stabilizace dlouhodobých úrokových sazeb,
- stabilita finančního systému.“²⁰

3.5.1 Cenová stabilita

V 60. letech minulého století byli ekonomové toho názoru, že centrální banky mohou mít více cílů, jako jsou například nízká inflace, vysoký růst HDP, vysoká zaměstnanost a podobně. Problém byl v tom, že centrální banka nemohla plnit všechny cíle najednou. Proto se ekonomové shodují, že by se centrální banka měla specializovat v první řadě na dosažení cenové stability.

„Ukazuje se, že cenová stabilita přispívá k maximálnímu HDP, k zaměstnanosti a k nízkým dlouhodobým úrokovým mírám. Za těchto podmínek ceny zboží, surovin a služeb nejsou deformovány vysokou inflací ani deflací.“²¹ Cenová stabilita se řadí mezi dlouhodobé konečné cíle. Při nízké inflaci se vývoj cen předpovídá lépe. Domácnosti

¹⁹ ČNB, *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2015-10-20].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

²⁰ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví.*, s. 79

²¹ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 426

a podniky mohou své investice pořizovat za jistějších podmínek, což vede k dlouhodobější prosperitě ekonomiky.

Při vysoké inflaci a deflaci je efekt na ekonomiku opačný – tedy negativní. Studie prokazují, že v zemích s nízkou inflací je tempo hospodářského růstu vyšší. Pokles inflace s sebou nese krátkodobé náklady ve formě zpomalení hospodářského růstu a zvýšení nezaměstnanosti. Krátkodobé náklady jsou v dlouhodobém období vyváženy.

Vyskytuje se několik důvodů, proč je vhodné se vysoké inflaci vyhnout:

- vysoká inflace ničí reálnou hodnotu peněz, bohatství se převádí od věřitelů k dlužníkům,
- „při vysoké inflaci daňový systém přeceňuje reálné hodnoty přijatých a poskytnutých úrokových plateb, následně jsou úrokové příjmy zdaňovány více, než by měly být a daňové úrokové výdaje podniků jsou vyšší, než by měly být,“²²
- vysoká inflace způsobuje nejistotu, při níž je složitější rozhodování, mění se mzdy a ceny statků a služeb,
- při vysoké inflaci se investoři zaměřují větší měrou na krátkodobé finanční investice a zabezpečení se proti inflaci,
- společnost zbytečně přemýšlí, jak nejlépe inflaci čelit.

Vyskytují se důvody, proč je potřeba se vyhnout deflaci:

- deflace (nebo nízká inflace) způsobuje, že se bohatství převádí od dlužníků k věřitelům (chudí dále chudnou a bohatí dále bohatnou), splácené úroky se v reálném vyjádření zvyšují,
- hospodářství podléhá „prahovým jmenovitým rigiditám“, což znamená, že ceny a mzdy obvykle neklesají, i když to vyžaduje rovnováha na trhu,
- může dojít k chybnému měření inflace.

Nízká inflace by měla dosahovat hodnoty mezi 2 až 3%. Tohoto cíle se dosahuje lépe, pokud je společnost o cílech centrální banky správně informována. V některých případech veřejnost očekává vyšší inflaci, což se odrazí ve snížení HDP a zaměstnanosti (zvyšují se ceny a snižuje se HDP a zaměstnanost). V tomto případě se musí centrální banka správně rozhodnout, jak správně zareagovat na změnu cen, HDP a nezaměstnanosti.

²² JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 428

3.5.2 Inlace

„Inlace je opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice. Jde o oslabení reálné hodnoty (tj. kupní síly) dané měny vůči zboží a službám, které spotřebitel kupuje.“²³ Změna cenové hladiny je způsobena nadměrnou emisí peněz. Pokud se inflace v ekonomice vyskytuje, pak na nákup stejných statků a služeb spotřebitel potřebuje více peněžních jednotek. Dvouciferná inflace, kterou doprovází pozastavení růstu, se nazývá stagflací. Pokud hladina všech cen opakovaně klesá, hovoříme o deflaci. Pojem dezinflace vyjadřuje pokles inflace.

Za inflaci nemůžeme považovat každý růst cenové hladiny. Mělo by se jednat o dlouhodobý nepřetržitý růst. Cenová hladina může růst v určitém okamžiku, v tomto případě je příhodnější vyjadřovat se jako o růstu cen.

Inlace je v České republice měřena na základě spotřebního koše. Obsahuje statky a služby, za které spotřebitelé vydají největší částky. „Spotřební koš upřesňuje Český statistický úřad a obsahuje okolo 700 položek, jako je například:

- potravinářské zboží (potraviny, nápoje, tabák),
- nepotravinářské zboží (oděvy, nábytek, potřeby pro domácnost),
- služby (opravy, provoz domácnosti, stravování, ubytování, zdravotnictví, vzdělávání, doprava, sociální péče, finanční služby).“²⁴

„Ceny ve spotřebním koši se dají rozdělit na tři skupiny:

- regulované ceny, které jsou určeny centrálně (elektřina, plyn, ...)
- ceny potravin, které jsou závislé na klimatických podmínkách, sezonnosti a na státních investicích,
- ceny, které jsou ovlivňovány čistě tržním prostředím (jsou ovlivnitelné měnovou politikou a lze usuzovat účinnost měnové politiky ČNB).“²⁵

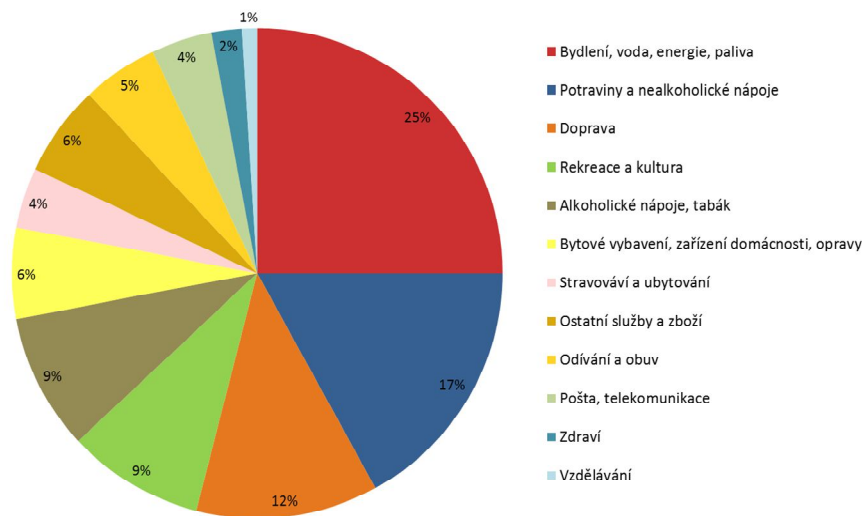
Spotřební koš se aktualizuje jednou za 5 let. Položky jsou členěny do dvanácti skupin. Váha jednotlivých skupin se odráží od velikosti spotřeby. Největší výdaje mají Češi za bydlení, vodu, energie a paliva. Dalšími významnými výdaji jsou výdaje na potraviny, nealkoholické nápoje a na dopravu.

²³ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 430

²⁴ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 128

²⁵ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 431

Obrázek 1: Spotřební koš v ČR 2015



Zdroj: www.csu.cz

K měření míry inflace se používá nejčastěji index spotřebitelských cen (CPI). Vyjadřuje, jak se mění ceny statků a služeb, které spotřebitelé nakupují. Jedná se prakticky o náklady na pořízení spotřebitelského koše v běžném roce ve srovnání s rokem stálým. Index spotřebitelských cen měří míru inflace z pohledu spotřebitelů. V České republice je měřen Českým statistickým úřadem. Nevýhodou tohoto indexu je, že obsahuje jen určité položky spotřebního koše. CPI má i své výhody – například mohou se rychle získávat data, může se počítat v kratších intervalech či za jednotlivé kraje.

„Výpočet se získává dle Laspeyresova indexu:

$$I = \frac{\sum p_n q_0}{\sum p_0 q_0}$$

kde: p_n je cena zboží (služby) ve sledovaném období,

p_0 je cena zboží (služby) v základním období

q_0 je stálá váha zboží (služby) v indexu.²⁶

Míra inflace, která je počítána pomocí indexu spotřebitelských cen může dosahovat různých hodnot. Pokud vyjadřujeme průměrnou roční míru inflace, využíváme k výpočtu průměrný roční index spotřebitelských cen, což je procentuální změna cenové hladiny za posledních 12 měsíců oproti 12 předchozím měsícům. Procentní změna cenové hladiny

²⁶ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 432

ke stejnému měsíci předchozího roku je vhodná, pokud se chceme vyhnout sezónnímu vlivu. Používá se při výpočtech reálné úrokové míry, reálného zvýšení cen majetku, atd. Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k předchozímu měsíci vyjadřuje změnu oproti měsíci předchozímu. „Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k základnímu období (rok 2005) vyjadřuje změnu cenové hladiny sledovaného měsíce příslušného roku oproti roku 2005.“²⁷

Mezi další ukazatele míry inflace se řadí index cen výrobců (PPI), který souvisí s prodejními cenami výrobců statků a služeb. Index měří inflaci z pohledu prodejců.

HDP deflátor vyjadřuje míru inflace, která se týká hrubého domácího produktu. Mezi hlavní výhodu deflátoru oproti indexu spotřebitelských cen je jeho souhrnnost. „Bere v potaz zavádění nového zboží a služeb, a naopak upouštění od neatraktivního zboží a služeb.“²⁸ Nevýhodou jsou časová zpoždění při sbírání dat o hrubém domácím produktu a jejich zpracování.

Výpočet deflátoru:

$$\text{Deflátor HDP} = \frac{\text{nominální HDP}}{\text{reálný HDP}} \quad \dots \text{ kde reálný HDP je vyjádřen ve stálých cenách.}$$

Pokud je ekonomická nerovnováha dána růstem cenové hladiny, nazýváme tuto inflaci jako zjevnou (otevřenou). Inflace může být potlačena, jestliže se brzdí růst cenové hladiny pomocí administrativních opatření. „Jestliže je inflace takto blokována, někde se to projeví – například dojde k vynucenému růstu úspor, některého zboží bude nedostatek. Je s tím často spojen rozvoj černého trhu.“²⁹ Inflace měřená pomocí indexu CPI je počítána z dat, která prochází oficiálním trhem, nejsou zde započítávány statky a služby ze stínové ekonomiky. V tomto případě hovoříme o skryté inflaci.

Z kvantitativního pohledu se inflace rozděluje na mírnou, pádivou a hyperinflaci. Za mírnou inflaci považujeme inflaci do 10 %. Tempo růstu cen není vyšší než tempo výroby. Subjektům tato inflace nevadí, svých peněžních prostředků se nezbavují a ani je nepřeměňují do jiných forem bohatství. Je-li inflace pádivá, dosahuje dvou až třiciferných hodnot. Peníze pozbývají své hodnoty a subjekty se snaží uchovávat jich co nejméně. Při hyperinflaci ceny rostou velmi rychle. Kupní síla peněz se blíží k nule. Výše inflace se

²⁷ ČSÚ, *Míra inflace* [online]. [cit. 2015-11-05]. Dostupné z WWW: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

²⁸ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 432

²⁹ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 131

pohybuje ve čtyřech a víceciferných procentuálních částkách. Hyperinflaci lze zvládnout jen dvěma způsoby. Prvním způsobem je peněžní reforma s měnovou restrikcí. Dalším způsobem je stagnace mezd, popřípadě i cen na určitou dobu. Součástí takového omezení bývá denominace měny (škrtnutí nul). Hyperinflace v minulosti zasáhla Německo po první světové válce, Rusko v roce 1992 a také Zimbabwe, kde inflace dosahovala 200 mil. %.

„Ekonomicky značně nežádoucí situací je inflační spirála, při níž růst cen vede k rostoucím mzdovým požadavkům. Pokud jsou – alespoň v určité míře – uspokojeny, následné zvýšení mezd může pdonítit další růst cen a situace se může opakovat.“³⁰ Růst mezd může být zapříčiněn změnou zákonů (například valorizace důchodů, atd.). Výsledkem je zvýšení míry inflace. Inflační spirála může mít i jiný význam – růst cen vede ke znehodnocování domácí měny.

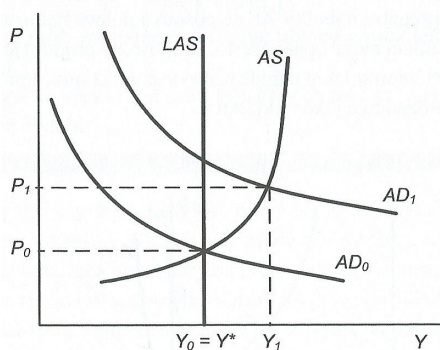
Z hlediska příčin se inflace vysvětluje na modelu agregátní poptávky a agregátní nabídky (AD-AS). „Přímka agregátní poptávky AD představuje takové kombinace úrovně cenové hladiny P_0 a rovnovážné produkce Y_0 , při kterých je v rovnováze trh statků a služeb a současně i trh peněz a ostatních finančních aktiv. AD vyjadřuje celkové poptávané zboží a služby v dané ekonomice a čase. Agregátní nabídkou AS se v dané ekonomice vyjadřuje celkové množství produkce, které subjekty nabízejí při daných cenách a mzdách.“³¹ Rovnováha se nachází v průsečíku křivek AD a AS. Jestliže se zvýší agregovaná poptávka (křivka se posune doprava) či sníží agregovaná nabídka (křivka se posouvá doleva), nastávají inflační situace. Podle toho, zda je změna na straně poptávky nebo nabídky, rozlišujeme inflaci poptávkovou a nabídkovou (nákladovou).

V grafu 2 je zobrazeno zvýšení krátkodobé agregátní poptávky AD_0 na AD_1 . Pokud se agregátní nabídka AS nezmění dochází ke zvýšení cenové hladiny. Dlouhodobá křivka agregátní nabídky LAS je vertikální (vzniká spojením rovnovážných bodů), což má za následek, že při libovolné úrovni cen bude nabízeno stejné množství produkce.

³⁰ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví*, s. 278

³¹ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 105, 110

Obrázek 2: Poptávková inflace



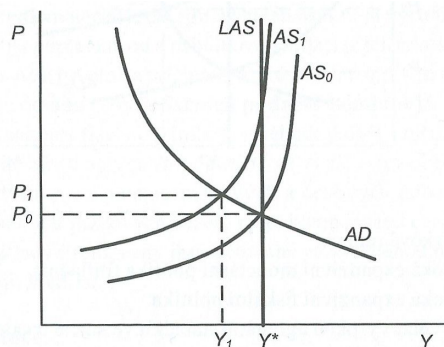
Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 133

„Důvodem poptávkové inflace mohou být:

- investice, které nezapříčinily příslušný růst nabídky,
- nárůst nominálních mezd,
- levné úvěry vedoucí k větší spotřebě a vyšším investicím,
- snižování daní,
- zvýšení vládních výdajů,
- zvýšení čistého exportu.“³²

V grafu 3 je zachycena situace snížení krátkodobé agregátní nabídky z AS_0 na AS_1 při neměnné agregátní poptávce AD . Dochází ke zvýšení cenové hladiny z P_0 na P_1 a k poklesu reálného produktu na Y_1 .

Obrázek 3: Nabídková inflace



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

³² BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 132

Nabídková inflace je vyvolávána růstem nákladů firem, jako je například:

- větší růst nominálních mezd než produktivita práce,
- růst cen energií, surovin, služeb, výrobních faktorů,
- oslabení měnového kurzu,
- růst míry zdanění,
- nedokonalá konkurence.

Inflace je provázena negativními projevy a důsledky. Aby se daly projevy lépe určovat, je důležité rozlišovat očekávanou a neočekávanou inflaci. Při očekávané inflaci subjekty očekávají růst cenové hladiny a snaží se mu předem přizpůsobit. Čím přesnější očekávání jsou, tím úspěšnější je přizpůsobení. „Zvýšení cenové hladiny, které nebylo subjekty očekáváno a nemohly se mu proto předem přizpůsobit, je nazýváno neočekávanou inflací.“³³ Základem je, jak přesná je předpověď inflačního vývoje na další období. Může se stát, že odhady budou vyšší než skutečná inflace, pak je neočekávaná inflace záporná.

Skupina negativních důsledků a projevů inflace se dá shrnout do redistribučního efektu inflace. Redistribuční efekt je hlavním důvodem škodlivosti inflace. Dochází k přerozdělování bohatství od věřitelů k dlužníkům. Je-li úroková míra nižší než míra inflace, snižuje se splácená hodnota dlužníkům. Inflace má negativní dopad na příjemce fixních důchodů. Inflace ovlivňuje i deformaci ceny u dlouhodobých smluv (nájemné, dodavatelské služby, ...). Čím je inflace vyšší, tím dlužník zaplatí méně. Kvůli tomuto problému jsou většinou ve smlouvách dopisovány doložky týkající se inflace. Vliv inflace má negativní dopad na mzdy, kde klesá kupní síla, ale také na uložené vklady v bankách. Nepostihuje vlastníky hmotných statků, ceny těchto statků naopak rostou.

„Vedle těchto efektů má inflace další nepříznivé dopady, které směřují ke zpomalení hospodářského růstu:

- inflace ztěžuje firmám přesné odhady efektivnosti jejich investic,
- inflace zdražuje domácí zboží oproti zahraničnímu,
- rostou dodatečné náklady – prodávající musí častěji měnit ceníky, vláda, aktualizovat mzdové tarify, centrální banka tisknout stále více peněz,
- rostou transakční náklady na směnu peněz za fyzická aktiva,
- vzniká celá řada účetních a následně i daňových problémů.“³⁴

³³ REVERENDA, Z., *Centrální bankovníctví.*, s. 279

³⁴ REVERENDA, Z., *Peněžní ekonomie a bankovníctví.*, s. 312

3.5.3 Deflace

Deflace je opakem inflace. Deflace se chápe jako všeobecný a dlouhodobý pokles cenové hladiny. Může klesat ekonomický růst, růst nezaměstnanosti a růst reálných úrokových měr.

Deflace byla v 19. století obvyklá. V USA byl zaznamenán pokles cenové hladiny o 50 %, přičemž průměrný hospodářský růst byl ročně 4,3%. Prohlubovala se sociální nerovnost, zvyšovala se chudoba. V meziválečném období se ceny prohloubily o 30 %. Tento propad byl doprovázen snižováním výroby, bankroty a vysokou nezaměstnaností. Rychlý nárůst inflace přišel po druhé světové válce. V posledních 60-ti letech byly obavy především z inflace. Inflace se postupně zvyšovala, až dosáhla vrcholu v 70. letech. 90. léta jsou označována za globální dezinflaci. Na začátku nového století se deflace znovu objevila v řadě zemí.

„Mezi hlavní důvody deflace jsou považovány:

- pokles cen akcií a nemovitostí,
- nadbytečné výrobní kapacity,
- preference domácností spořit místo utrácet (poptávka klesá),
- prudký pokles cen klíčových komodit,
- razantní liberalizace trhu práce nebo finančního trhu,
- rychlé posílení domácí měny,
- nepružnost jmenovitých mezd.“³⁵

Mezi dopady deflace se považuje snižování cen a mezd. Kupní síla roste, rostou reálné úrokové míry. Tyto podmínky jsou výhodné pro věřitele, střadatele a pro lidi, kteří se živí z kapitálu. Při deflaci se bohatství přerozděluje od dlužníků k věřitelům.

Centrální banka může omezit deflaci pouze snižováním úrokových měr. Pokud dojde ke snížení úrokových měr na nulu a deflace nepřestává, není možný jiný krok než zdržet úrokové míry na nule až do doby, než deflace skončí. Měnová politika je v této situaci neúčinná. Situace může být označována jako Keynesova past likvidity.

Českou republiku deflace postihla poprvé v lednu roku 2003. Ceny potravin a elektrické energie se snížily o 6 %. Tento pokles zapříčinilo posílení koruny v roce 2002. Zvýšila se zahraniční konkurence na domácím trhu a tak domácí podniky byly nuceny

³⁵ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 438

snížovat ceny svých výrobků. Optimismus domácností plynul z rychlého růstu jmenovitých mezd a z poklesu inflace, což rychle zvýšilo reálné mzdy. „Spotřebu podnítilo i snižování úrokových měr, které probíhalo od konce 90. let. Díky nízkým úrokovým mírám mizel konzervatismus českých domácností, který velel „nežít na dluh“.“³⁶

3.6 Pravidla měnové politiky

Pravidlo měnové politiky je takové pravidlo, které určuje operační cíl podle toho, jak se vyvíjí zprostředkující cíl nebo podle vývoje makroekonomických veličin (HDP, nezaměstnanost, inflace). Po tomto kroku by centrální banka přešla na autopilota, neboli přijala pravidlo měnové politiky. V historii se zatím neprokázalo, že by nějaká centrální banka na autopilota přešla.

Pravidlo měnové politiky by mělo být jednoduché, aby nedošlo k nedorozumění při jeho výkladu. Základním požadavkem je, aby rozhodnutí o úrokových mírách nebyla rozdílná při týchž informacích o stavu hospodářství. „Pokud by se jakékoliv pravidlo měnové politiky osvědčilo, potom centrální banky by mohly přejít na autopilota.“³⁷

Milton Friedman je autorem myšlenky autopilota. Podle jeho názoru by centrální banky nemusely fungovat více a celá jejich práce by se dala nahradit počítačem.

3.6.1 Friedmanovo pravidlo

Pravidlo měnové politiky je takové pravidlo, které určuje operační cíl podle toho, jak se vyvíjí zprostředkující cíl nebo podle vývoje makroekonomických veličin (HDP, nezaměstnanost, inflace). Po tomto kroku by centrální banka přešla na autopilota, neboli přijala pravidlo měnové politiky. V historii se zatím neprokázalo, že by nějaká centrální banka na autopilota přešla.

Pravidlo měnové politiky by mělo být jednoduché, aby nedošlo k nedorozumění při jeho výkladu. Základním požadavkem je, aby rozhodnutí o úrokových mírách nebyla rozdílná při týchž informacích o stavu hospodářství. „Pokud by se jakékoliv pravidlo měnové politiky osvědčilo, potom centrální banky by mohly přejít na autopilota.“³⁸

³⁶ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 445

³⁷ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 155

³⁸ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 155

Milton Friedman je autorem myšlenky autopilota. Podle jeho názoru by centrální banky nemusely fungovat více a celá jejich práce by se dala nahradit počítačem.

3.6.2 Taylorovo pravidlo

John Taylor je autorem Taylorova pravidla z roku 1993. Toto pravidlo vychází z praxe Federálního rezervního systému v USA (dále jen Fed) v letech 1987 – 1993. Taylor sestavil vzorec, podle něhož se stanovovala cílová míra federálních prostředků:

$$r = \pi + r^* + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5 * y$$

kde: π - průměrná očekávaná inflace během následujících tří čtvrtletí v %,

r^* - rovnovážná reálná úroková míra v %,

π^* - cílová inflace v %,

y - produkční mezera v %,

$$y = 100 * (\text{reálný HDP} - \text{potenciální HDP}) / \text{potenciální HDP}.$$

„Podle Taylorova pravidla má být cílová míra federálních prostředků vyšší při:

- vyšší průměrné očekávané inflaci během následujících tří čtvrtletí,
- vyšší rovnovážné reálné úrokové míře,
- vyšší produkční mezeře a
- nižší cílové inflaci.“³⁹

Taylor se domníval, že rovnovážná reálná úroková míra a cílová inflace se rovná 2%. První korekce souvisí s očekávanou a cílovou inflací. Pokud se zvýší očekávaná inflace, zvýší se cílová míra federálních prostředků, čímž se inflace uklidňuje. Druhá korekce se týká odchylky reálného od potenciálního HDP. Pokud roste ekonomika nad potenciál, úroková míra by měla být vyšší, aby se zmenšil nadměrný tlak na pracovní sílu.

3.6.3 Pravidlo NAIRU

Pravidlo NAIRU (non-accelerating-rate of unemployment) je založeno na konceptu neakcelerující míry nezaměstnanosti, který je blízký přirozené míře nezaměstnanosti. „NAIRU se zobrazuje ve Phillipsově křivce, což je ekonomický koncept vyvinutý A. W. Phillipsem, podle něhož mezi inflací a nezaměstnaností je stabilní nepřímý úměrný vztah.“⁴⁰

³⁹ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 157

⁴⁰ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 492

Pokud je zaměstnanost pod úrovní NAIRU, zvyšuje se inflace a naopak. Vztah závislosti mezi inflací a nezaměstnaností je však jen krátkodobý a proto nelze tento způsob používat permanentně při snižování nezaměstnanosti.

3.7 Měnová politika v modelu IS-LM

3.7.1 Popis a předpoklad modelu

Model IS-LM vytvořil L. P. Hansen, který navázal na myšlenky J. M. Keynesa. V tomto modelu je spojován trh statků a služeb s trhem peněz a ostatních finančních aktiv. Základními předpoklady modelu IS-LM je:

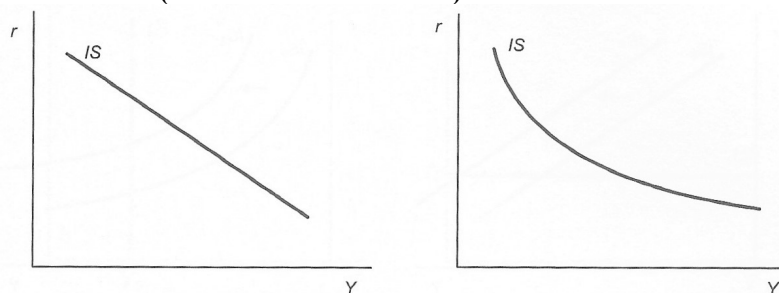
- fixní cenová hladina a fixní nominální mzdy,
- dostatečná zásoba kapitálu,
- dostatečná nabídka práce,
- ekonomika operuje pod úrovní potenciálního produktu,
- nominální zásobu peněz určuje centrální banka,
- jedná se o uzavřenou ekonomiku.

3.7.2 Trh statků a služeb – křivka IS

Křivka IS představuje takové kombinace hodnot úrokové míry a produktu, při kterých je trh zboží v rovnováze. Pokud je úroková míra nízká, zvyšují se investice a zároveň i spotřební výdaje.

Poloha křivky je dána autonomními výdaji (výdaje, které nejsou závislé na důchodu ani na úrokové míře), mezi které řadíme: autonomní výdaje spotřeby C_a , investice I_a , vládní nákupy G , transferové platby TR , daně T_a . Křivka IS se posune rovnoběžně doprava nahoru, pokud se C_a , I_a , G , TR zvýší a T_a se sníží.

Obrázek 4: Křivka IS (lineární a nelineární tvar)



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 85

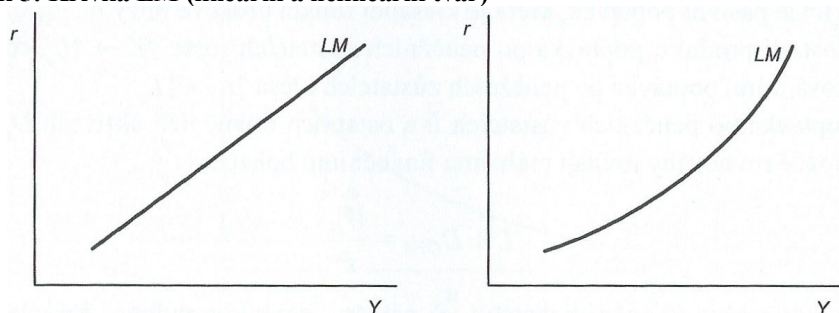
Sklon křivky IS je závislý na výdajovém multiplikátoru a na koeficientu citlivosti autonomních výdajů na úrokové míře b . Multiplikátor je tím vyšší, čím vyšší je mezní sklon ke spotřebě c a čím nižší je daňová sazba t . „Čím je vyšší multiplikátor, tím vyššího produktu je dosahováno při nezměněné úrokové míře a křivka IS bude plošší a naopak.“⁴¹ Při změně koeficientu citlivosti autonomních výdajů na úrokové míře b zůstává průsečík s horizontální osou stejný. Čím větší je koeficient b , tím je dosahováno nižšího produktu při nezměněné úrokové míře a IS tedy bude plošší.

3.7.3 Trh peněz – křivka LM

Křivka LM znázorňuje všechny kombinace úrokové míry a úrovně produktu, při kterých je trh peněz a trh ostatních finančních aktiv v rovnováze. „Rovnováha na trhu peněz nastává, když je poptávka po reálných peněžních zůstatcích rovna nabídce reálných peněžních zůstatků a je zároveň dosahována rovnováha na trhu finančních aktiv.“⁴²

Poloha křivky je dána nabídkou peněz. Pokud se nabídka zvýší, posune se křivka LM rovnoběžně doprava dolů.

Obrázek 5: Křivka LM (lineární a nelineární tvar)



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 85

Sklon křivky LM je závislý na koeficientu citlivosti poptávky po penězích na změnu důchodu k , a na koeficientu citlivosti poptávky po penězích na změnu úrokové míry h . Čím nižší je koeficient k a vyšší koeficient h , tím je křivka LM plošší.

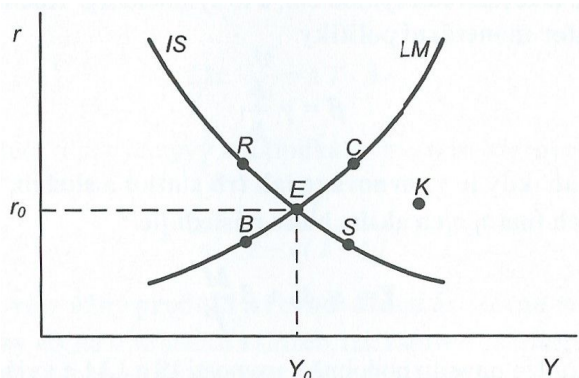
⁴¹ BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 86

⁴² BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 89

3.7.4 Rovnováha a nerovnováha v modelu

Rovnováha v modelu nastává v jediném bodě a to v průsečíku křivek IS a LM (bod E). Musí však být splněny všechny předpoklady modelu. Nerovnováha nastává, pokud se bod nachází pouze na jedné z křivek, nebo leží mimo.

Obrázek 6: Rovnováha v modelu IS-LM



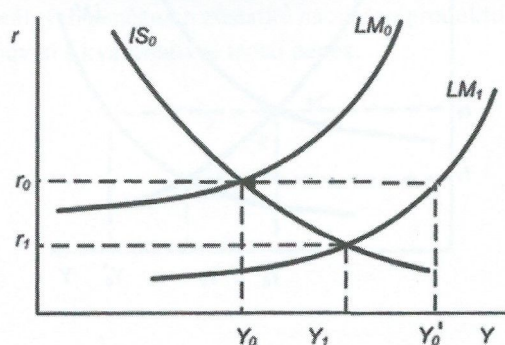
Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 96

Bod E znamená rovnováhu na trhu statků a služeb a na trhu peněz a ostatních finančních aktiv. Body B a C představují rovnováhu pouze na trhu peněz a ostatních finančních aktiv. V bodě C je agregátní nabídka vyšší než agregátní poptávka po produkci. Rovnováhu na trhu statků a služeb znázorňují body R a S. Bod S znázorňuje převyšující poptávku po penězích nad nabídkou. V bodě K není dosaženo rovnováhy na trhu statků a služeb ani na trhu peněz a ostatních finančních aktiv.

3.7.5 Účinnost měnové politiky v modelu IS-LM

Monetární politika se v modelu IS-LM projevuje posuny křivky LM. Pokud se jedná o expanzivní měnovou politiku, pak centrální banka zvyšuje množství peněz v ekonomice, celou ekonomiku oživuje. Křivka se za této situace posouvá rovnoběžně doprava. Zvýší se rovnovážná produkce a klesne rovnovážná úroková míra. V případě restriktce dochází k posunu rovnoběžně doleva, snižuje se množství peněz v oběhu a dochází tak k tlumení ekonomiky.

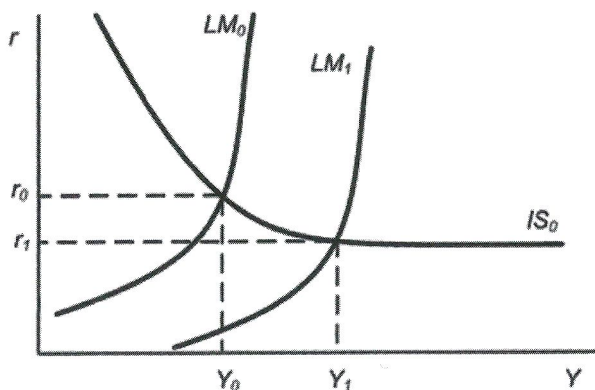
Obrázek 7: Posun křivky LM v důsledku monetární expanze



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 101

Pokud je citlivost poptávky po penězích na změně úrokové míry h vysoká a blíží se k nekonečnu, platí, že multiplikátor měnové politiky je nulový. Nezmění se autonomní výdaje, nezmění se ani rovnovážný produkt, ani úroková míra. Monetární politika je neúčinná. Tento jev se nazývá pastí likvidity.

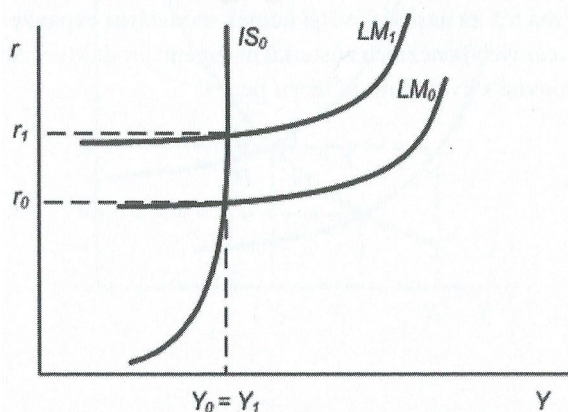
Obrázek 8: Maximální účinek monetární politiky (klasický případ)



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 104

Dalším případem účinnosti měnové politiky je úplná účinnost tzv. klasický případ. Citlivost poptávky po penězích na změnu úrokové míry je nulová. Sníží se rovnovážná úroková míra a zvýší se rovnovážný produkt.

Obrázek 9: Neúčinná monetární politika



Zdroj: BRČÁK, J., SEKERKA, B., STARÁ, D., *Makroekonomie – teorie a praxe*, s. 104

Neúčinná může být měnová politika za předpokladu, že autonomní výdaje nereagují na změnu úrokové míry. V takovém případě se nemění rovnovážný produkt, zvyšuje se úroková míra.

3.8 Měnová politika ČNB

3.8.1 Historie České národní banky

Po vzniku Československa bylo nutností provést měnovou reformu. Ta byla provedena ministrem financí Aloisem Rašínem v roce 1919 tak, že polovina rakousko-uherských bankovek byla okolkována a na druhou polovinu byly vydány 1% státní dluhopisy. Rašín trval na deflační měnové politice a posilování koruny vůči zahraničním měnám.⁴³ Posilování koruny mělo negativní dopad na export a výrobu. Na jaře roku 1925 byla deflační politika ukončena. Centrální bankou byla Národní banka Československá (NBČ), která byla založena až 1. dubna 1926. S novou centrální bankou se přešlo na politiku měnové stabilizace. Před tím ji zastupoval Bankovní úřad Ministerstva financí. Prvním guvernérem se stal Karel Vilém Pospíšil, poté v období 1934 – 1939 úřad zastával Karel Engliš.

V březnu 1939 se NBČ musela podřídit Říšské bance v Berlíně a posléze byla přejmenována na Národní banku pro Čechy a Moravu. NBČ začala fungovat po válce. V roce 1950 byla změněna na Státní banku československou (SBČS). V roce 1953 byla provedena měnová reforma. Funkce SBČS byly vedle funkcí centrální banky i funkce

⁴³ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 267

obchodní banky s úvěrovými aktivitami pro celé hospodářství, držela vklady podniků, spořitelny a pojišťovny.

70. léta přinesla SBČS nové prvky do systému platebního styku (jednotné číslování účtů, zrušení fyzického oběhu šeků i ostatních platebních dokladů).

Na počátku roku 1990 došlo k rychlému rozvoji bankovní soustavy včetně vzniku řady nových obchodních bank. „Proto v roce 1992 centrální banka zavedla nový systém mezibankovního platebního styku a zprovoznila zúčtovací centrum, které dodnes zprostředkovává veškeré platby mezi bankami v domácí měně.“⁴⁴

1. ledna 1993 se SBČS rozdělila na dvě centrální banky – Českou národní banku (ČNB) a Národní banku Slovenska.

Hlavním cílem ČNB je péče o stabilitu měny. Tento cíl byl zakotven do Ústavy České republiky přijaté dne 16. prosince 1992. Prvním guvernérem se stal Josef Tošovský. „Od prosince 1997 do července 1997 byl úřadem pověřen Pavel Kysilka. V období 2000 – 2010 byl guvernérem Zdeněk Tůma a poté Miroslav Singer.“⁴⁵

3.8.2 Funkce ČNB

„Česká národní banka (ČNB) je podle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance:

- centrální bankou České republiky a
- (od 1. dubna 2006) orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem.“⁴⁶

ČNB je právnickou osobou sídlící v Praze a nezapisuje se do obchodního rejstříku. Mezi hlavní cíle je péče o cenovou stabilitu. ČNB plní tyto úkoly:

- určuje měnovou politiku,
- vydává bankovky a mince,
- řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, zahraničních bank vykonávajících bankovní činnosti na území České republiky prostřednictvím své pobočky (dále jen „pobočka zahraniční banky“) a spořitelních a úvěrních družstev, pečuje o jejich plynulost a hospodárnost a podílí se na zajištění

⁴⁴ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 269

⁴⁵ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 269 - 270

⁴⁶ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 270

bezpečnosti, spolehlivosti a efektivnosti platebních a vypořádacích systémů a na jejich rozvoji,

- vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu, (§ 44 odst. 1),
- rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku nebo snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému a udržení finanční stability a vytváří tak makrobezpečnostní politiku; v případě potřeby spolupracuje na tvorbě makrobezpečnostní politiky s orgány státu, jejichž působnosti se tato politika týká,
- provádí další činnosti podle tohoto zákona a podle jiných právních předpisů.

Česká národní banka je povinna podávat Poslanecké sněmovně Parlamentu nejméně dvakrát ročně k projednání zprávu o měnovém vývoji. Usnese-li se na tom Poslanecká sněmovna, Česká národní banka předloží nejpozději do 30 dnů mimořádnou zprávu o měnovém vývoji. V usnesení Poslanecké sněmovny musí být uvedeno, co má mimořádná zpráva obsahovat. Zprávu o měnovém vývoji předkládá Poslanecké sněmovně guvernér České národní banky, který je v tomto případě oprávněn účastnit se schůze Poslanecké sněmovny a musí mu být uděleno slovo. Poslanecká sněmovna zprávu o měnovém vývoji vezme na vědomí nebo si vyžádá její doplnění. „Vyžádá-li si sněmovna doplnění zprávy, je Česká národní banka povinna do 6 týdnů předložit zprávu doplněnou podle požadavku Poslanecké sněmovny. Česká národní banka je povinna informovat nejméně jednou za tři měsíce o měnovém vývoji veřejnost.“⁴⁷

3.8.3 Nezávislost České národní banky

„Nezávislost centrální banky na centrální vládě se týká pouze provádění některých úkolů centrální banky, a to:

- provádění měnové politiky (nezávislost měnové politiky) a
- poskytování úvěrů centrální vládě.“⁴⁸

Nezávislost je dána právním vztahem mezi vládou a centrální bankou. Nezávislost při používání měnové politiky je nezávislost při stanovování operačního cíle měnové

⁴⁷ Sběrka zákonů, *Úplné znění zákona č. 6.1993 Sb., o České národní bance* [online]. [cit. 2015-11-09]. (PDF). Dostupné z WWW: http://www.banky.cz/download/laws/zakon_o_cnb.pdf

⁴⁸ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 479

politiky. Centrální banka je schopná udržet dlouhodobě cenovou stabilitu, pokud je nezávislá na politických rozhodnutích. Politici se snaží donutit banku ke snižování krátkodobých úrokových měr, což vede ke krátkodobému snížení nezaměstnanosti a zlepšení hospodářského růstu. V delším období tyto kroky ukážou, že inflace vzroste a míra nezaměstnanosti klesne na původní hodnotu (někdy i pod tuto hodnotu). Na konečném cíli měnové politiky se s centrální bankou vláda domlouvá.

Politici dávají přednost politickým cílům před hospodářskými, což znamená, že přednostně řeší krátkodobé problémy (například vysokou nezaměstnanost). Politici jsou voleni společností, která není tak znalá v ekonomické sféře a která posuzuje vládu podle momentální situace. „Obecně platí, že pokud je měnová politika v rukou vlády nebo volených politiků, jejich krátkodobé zájmy mohou převážit nad potřebou udržet nízkou inflaci.“⁴⁹

Centrální banka je nezávislá i ve svém hospodaření. Sama si stanovuje rozpočet na svůj chod. Zisk centrální banky se započítává do zisků vlády, naopak ztrátu banka hradí ze zisku příštího období.

3.8.4 Režimy měnové politiky

Mezi režimy měnové politiky patří cílování měnové zásoby. Při cílování měnové zásoby se zohledňuje tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Peněžní nabídka je ovlivňována růstem cen. Základem je výběr příhodného peněžního agregátu. Nevýhodou tohoto režimu může být neschopnost ovládat daný peněžní agregát přesně.

Dalším režimem je cílování měnového kurzu. Centrální banka by měla zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně kotevní země pomocí úrokových sazeb a přímých devizových intervencí. Nevýhodou tohoto cílování je snížení samosprávy měnové politiky.

Principem cílování inflace je vyhlásování inflačního cíle, o který se bude centrální banka snažit. Do rozhodování o inflaci se zahrnují informace nejenom o měnovém kurzu či peněžním agregátu, ale i trh práce, ceny výrobců, hospodaření veřejných rozpočtů atd.

⁴⁹ JÍLEK, J., *Finance v globální ekonomice II.*, s. 147 - 148

3.8.5 Měnová politika v letech 1989 – 1997

Po sametové revoluci v roce 1989 nově si vzniklá Česká národní banka kladla za cíl udržení stability domácích měn a měnového kurzu. Od roku 1991 se staly mezicíli měnové politiky fixní kurz a peněžní zásoba. Tento krok se zdál jako správným. Inflace v následujícím roce klesla z 55 % na 20 %.

„Řízení měnové politiky v dalších letech ovlivnily zejména kroky spojené se zavedením vnější směnitelnosti koruny a rozvoj finančního, zejména peněžního trhu. Výhodou byla tvorba podmínek pro přechod k řízení měnové politiky prostřednictvím tržních nástrojů.“⁵⁰ Příliv zahraničních investic zapříčinil nutnost zkupovat přebytečné koruny. Tento krok vyvolal růst peněžních úrokových sazeb a další příliv zahraničního kapitálu do tuzemska.

V únoru 1996 se nažila ČNB vyřešit problém rozšířením flukтуаčního pásma z $\pm 0,5$ % na $\pm 7,5$ % a v polovině roku zvýšením úrokové míry. Tímto opatřením se zmenšil příliv kapitálu, ale intervence byly i tak nutné. Začala se projevovat i makroekonomická nerovnováha (mzdový růst byl vyšší než růst produktivity, schodek běžného účtu platební bilance na HDP dosahovala o 3 % více než je kritická hranice). 19. května 1997 byly sníženy rezervy bank, zvyšovaly se úrokové míry. Po tlacích na oslabení koruny se v polovině roku 1997 ČNB musela vzdát a zavést místo pevného kurzu kurzem volného pohybu.

3.8.6 Měnová politika po roce 1998

Od roku 1998 ČNB cíluje inflaci. Zaměřuje se na plnění hlavního cíle, nikoliv mezicíli. Hlavním cílem je stabilní a nízká inflace. Inflace v letech 1998 – 1999 klesala a zastavila se na necelých 3 %. „V roce 2002 přešla od cílování tzv. čisté inflace k cílování celkové inflace, v roce 2002 přešla na tzv. nepodmíněnou prognózu.“⁵¹

Velkou zkoušku podstoupilo cílování inflace v době světové krize. ČNB snižovala úrokové sazby, které se postupně snížily až na nulu, zavedla dodávací repo operace a zahájila využívání dalšího měnového nástroje – devizového kurzu.

⁵⁰ ČNB, *Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí* [online]. [cit. 2015-10-15].

Dostupné z WWW: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestě_ke_standardu_vyspelych_zemi/5_menova_politika_fixního_kurzu_a_cilovani_penezni_zasoby/index.html

⁵¹ ČNB, *Cílování inflace* [online]. [cit. 2015-11-09].

Dostupné z WWW: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/

V květnu 2004 vstoupila Česká republika do Evropské unie. Přijetí eura závisí na splnění konvergenčních kritérií. Po zavedení eura zanikne Česká národní banka a její pravomoci převezme Evropská centrální banka.

3.8.7 Aktuální měnová politika

V současné době ČNB používá za nástroj měnový kurz. Toto rozhodnutí bylo přijato 7. listopadu 2013. ČNB přešla na cílení měnového kurzu z důvodu možné deflace, zaručení inflace na 2% úrovni a snahy vrátit se do stavu, kdy používala za nástroj měnové politiky úrokové míry. Tento krok byl navržen i Mezinárodním měnovým fondem.

Česká národní banka nepřipustí posílení kurzu na úroveň, které by už nebylo možné interpretovat jako „poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Takovému posílení brání intervencemi (prodejem a nákupem cizích měn.) „Pokud se kurz vzdálí této hladině na slabší straně, nechává ČNB kurz koruny pohybovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu.“⁵² Pokud se prohlubí deflace, ČNB bude posunovat hladinu kurzového závazku.

Devalvace koruny zapříčinila zvýšení cen dovážených výrobků cenové hladiny. Díky vyšším dovozním cenám se dá předpokládat větší poptávka po výrobcích vyrobených v České republice. Oslabení koruny podporuje český export. Větší výrobou se snižuje nezaměstnanost, zvyšují se mzdy a kupní síla.

Pokud by ČNB nezasáhla uvolněním měnové politiky, hrozila by revalvace měny a deflace. Snížila by se cenová hladina, což by pozitivně hodnotili spotřebitelé. Pro makroekonomii je snížení cenové hladiny nepříhodné. Kvůli snižování cen spotřebitelé čekají na pozdější dobu, tedy snižuje se poptávka. Podniky snižují své nabídky, tím se zvyšuje nezaměstnanost. Aby nedošlo k této situaci, ČNB se rozhodla dočasně změnit cíl měnové politiky.

„ČNB je v případě potřeby rozhodnuta intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak bude nutno k plnění jejího inflačního cíle. Používání měnového kurzu skončí okamžikem, kdy bude v důsledku inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku, čehož bude dosaženo ukončením intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad nulovou úroveň.“⁵³

⁵² ČNB, *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky* [online]. [cit. 2015-11-12]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

⁵³ ČNB, *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky* [online]. [cit. 2015-11-16]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

4 Analytická část

„Cílení inflace je režim měnové politiky, kdy se inflaci jako konečný cíl centrální banka snaží docílit přímo prostřednictvím operačního cíle či posloupnosti cílů, a nikoli pouze prostřednictvím zprostředkujících cílů. ČNB veřejně vyhláší konkrétní cíle pro výši inflace v určitém časovém horizontu, a poté reguluje tržní krátkodobou úrokovou míru, aby se inflace dostala do cílového koridoru.“⁵⁴ Aby byla tržní krátkodobá míra správně nastavena, je významný rozpor mezi predikovanou inflací a inflačním cílem. Důležitým znakem cílení inflace je střednědobá strategie.

Cílení inflace je závislé na velkém počtu informací. Je žádoucí tyto informace třídit, proto hledají centrální banky vhodné ukazatele. Mezi ně patří produkční mezera či odchylka očekávané inflace od inflačního cíle.

Pro režim cílování inflace je nutné splňovat 3 podmínky:

- cenová stabilita je hlavní cíl centrální banky,
- při protiinflační politice je nutná kooperace s veřejnými orgány (hlavně s vládou),
- centrální banka jedná podle svého mínění.

4.1 Historie cílování inflace

Na konci 20. století se vyskytovaly dvě hlavní tendence, které měly vliv na vývoj režimů měnové politiky. Jeden režim se zabíral zavedením explicitních cílů (inflační cíl, cíl peněžní zásoby, cílení měnového kurzu). Druhá tendence byla zakládána na ohlašování inflačního cíle spolu s dalšími cíli. Podle zjištění Bank of England změnilo 17 zemí svůj explicitní cíl (mezi zeměmi byla i Česká republika).

Cílování inflace nebylo nic nového. Již v 30. letech 20. století tento režim doporučovali pánové Irving Fisher a John Maynard Keynes. První zemí, jež začala používat cílování inflace byl Nový Zéland v roce 1990. Poté tento režim přebrala i Velká Británie a Austrálie. Česká republika přešla v roce 1998.

Přechodu na cílení inflace v České republice předcházelo oslabení kurzu koruny v roce 1997. Inflace se pohybovala nad 10 %. Cílování přineslo pokles inflace, která na začátku roku 1999 dosahovala necelých 3 %. „V roce 2002 přešla ČNB od

⁵⁴ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 449

cílování tzv. čisté inflace k cílování celkové inflace, ve stejném roce přešla na tzv. nepodmíněnou prognózu a i v dalších letech dále kultivovala režim cílování inflace.⁵⁵

Po vstupu do Evropské unie v květnu 2004 bylo přislíbeno přijetí jednotné evropské měny (eura). V roce 2003 byla přijata Strategie přistoupení ČR k euru. Rok 2007 přinesl aktualizaci dokumentu, na jehož základě se zkoumá plnění konvergenčních kritérií a sladnost české ekonomiky s eurozónou.

4.2 Transparentnost ČNB

Nejdůležitější vlastností režimu inflačního cíle je důraz na transparentnost ČNB. „Transparentnost je důležitá, neboť:

- snižuje nejistotu o stavu měnové politiky,
- pomáhá měnit chování veřejnosti směrem k podpoře cílů měnové politiky,
- nastavuje disciplínu nad operacemi centrální banky na trhu a činí centrální banku odpovědnější za úspěch těchto operací.⁵⁶

ČNB záměrně společnost informuje o svých krocích, což má za následek to, že změny úrokové míry trh nepřekvapuje. Transparentnost je tedy významná, protože lze správně předpovědět, jaké plány má ČNB.

4.3 Transmisní mechanismus

Při měnověpolitickém rozhodování bankovní rady ČNB se posuzují rizika, která mohou vzniknout při nesplnění prognózy, a popřípadě se hlasuje o změně nastavení měnověpolitických nástrojů. Ke změnám může docházet pomocí transmisního mechanismu.

Transmisní mechanismus je řetězec ekonomických vazeb, díky kterému dochází k požadovaným změnám inflace při změnách měnověpolitických nástrojů. Na začátku je nutné stanovit změnu nastavení měnověpolitických nástrojů. Tato změna má za následek přeměnu chování zprostředkujících cílů, což vede ke změnám cen, které chce centrální banka ovlivnit.

„Transmisní mechanismus působí paralelně více cestami, tzv. kanály. Tradičně uváděným je například úrokový kanál, který působí následujícím způsobem.⁵⁷ Pokud se

⁵⁵ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 454

⁵⁶ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 456

sníží (zvýší) úroková sazba (v České republice hlavně repo sazba), dojde nejdříve ke snížení (zvýšení) úrokových sazeb na mezibankovním trhu. Následně dochází k snížení (zvýšení) úrokových sazeb vyhlášených jednotlivými bankami. Výsledek se projeví jako zvýšení (snížení) agregátní poptávky a poté posílení (oslabení) tlaků na růst cenové hladiny.

Úrokové míry mohou být srovnávány k plynovému a brzdovému pedálu. Pokud se sníží úrokové míry, znamená to sešlápnutí plynového pedálu a jeho uvolnění znamená zvýšení úrokových měr.

Kanály se rozdělují na tři základní: úvěrový, podnikatelský a výdajový. Kanály spojuje stejný vliv na poptávku po domácím zboží a službách a stejný dopad na inflaci. Názory na smysl jednotlivých kanálů měnového transmisního mechanismu nejsou totožné.

„Je zřejmé, že měnová politika ovlivňuje inflaci prostřednictvím dopadů na poptávku po domácím zboží a službách. Jestliže je vyšší poptávka než produkční kapacita ekonomiky, potom dochází k inflačním tlakům.“⁵⁸

Může se stát, že požadovaný výsledek se nemusí dostavit, existují jiné faktory, které inflaci ovlivňují. Tato situace nastala v České republice v období 1997 – 2003.

4.4 Inflační cíl

Mezi znaky cílování inflace se řadí veřejné vyhlášení inflačního cíle, kdy ČNB seznamuje veřejnost s jejími budoucími kroky. Cíle mohou být definovány k určitému konkrétnímu období nebo mohou být zadány jako intervaly. Výhodou inflačního cíle je snižování pochybností o krocích ČNB. Pokud inflace přesáhne stanovené hranice, dá se předpokládat chování ČNB.

4.4.1 Inflační cíl 1998 – 2001

V prvním období cílení inflace se používala čistá inflace, která je očištěna o dopady při změnách nepřímých daní. Čistou inflaci zjišťoval Český statistický úřad z neúplného spotřebního koše. Vyřazeny byly položky, jejichž cena byla ovlivňována administrativními opatřeními. Z celkových 775 položek se do výpočtů čisté inflace zařazovalo 658.

⁵⁷ ČNB, *Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky?* [online]. [cit. 2016-03-02].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_zmeny_urokovych_sazeb_promitajx.html

⁵⁸ JÍLEK, J., *Peníze a měnová politika*, s. 466

Tabulka 3: Inflační cíle v čisté inflaci stanovené ČNB

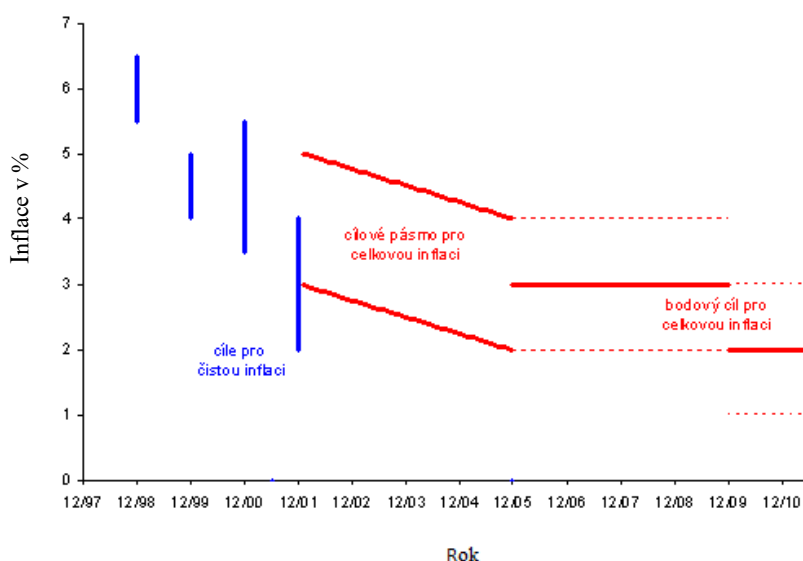
Pro rok	ve výši (v %)	stanoven
1998	5,5 – 6,5	Prosinec 1997
1999	4 – 5	Listopad 1998
2000	3,5 – 5,5	Prosinec 1997
2001	2 – 4	Duben 2000
2005	1 – 3	Duben 1999

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

V prosinci 1997 byl oznámen inflační cíl pro konec roku 2000, ve kterém se čistá inflace pohybovala v rozmezí 3,5 – 5,5 %. Ve stejném roce byla vyhlášena čistá inflace pro konec roku 1998 v 5,5 – 6,5% intervalu. V listopadu 1998 byl vymezen krátkodobý cíl pro konec roku 1999 (4 – 5 %). Duben 1999 přinesl dlouhodobý inflační cíl pro rok 2005, který stanovoval čistou inflaci v intervalu 1 – 3 %.

4.4.2 Inflační cíl po roce 2002

V dubnu 2001 přišla změna v podobě přechodu z cílování čisté inflace na inflaci celkovou. Další změnou byl přechod od stanovování inflačního cíle k danému okamžiku na cílování inflace v určitém časovém horizontu. ČNB spolu s vládou vyhlásily pásmo, jehož začátek byl v lednu 2002 v 3 – 5% rozmezí a konec v prosinci roku 2005 v intervalu 2 – 4 %.

Obrázek 10: Inflační cíle ČNB

Zdroj: www.cnb.cz

Inflační cíl pro leden 2006 až prosinec 2009 činil 3 %. ČNB se snažila o to, aby se skutečná hodnota inflace pohybovala okolo cíle v intervalu 1 %. V březnu 2007 byl stanoven inflační cíl na 2 % platný od ledna 2010 až do vstupu do eurozóny.

4.4.3 Výjimky z inflačního cíle

„Inflace se může ocitnout mimo inflační cíl. Nejčastější příčinou selhání makroekonomické předpovědi bývá výrazná změna hodnoty některé vnější veličiny významné pro českou inflaci. K těmto cenám patří například ceny surovin, potravin, měnový kurz, změna v podmínkách zemědělské výroby a živelné pohromy.“⁵⁹ Proto ČNB vydává upozornění na výjimky z inflačního cíle, mezi které se řadí nepředvídatelné nárazové změny a šoky. Účelem výjimek je prostor pro opodstatnění nesplnění inflačního cíle.

4.5 Vývoj inflace

4.5.1 Vývoj inflace v období 1998 - 2001

Čistá inflace v prvních pěti měsících roku 1998 dosahovala hodnot nad horní hranici cílového intervalu. V druhé polovině se začala snižovat z červnové hodnoty 6,5 % na hodnotu 4,3 % naměřenou v září. Na konci roku 1998 se pohybovala pod dolní hranici intervalu. Podle průběhu vývoje se očekával pokles až pod dolní hranici inflačního cíle. Pokles meziroční čisté inflace zapříčinila klesající domácí poptávka a pokles světových cen surovin a příznivý kurz koruny. Vývoj čisté inflace a zvýšení regulovaných cen vedl ke zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen.

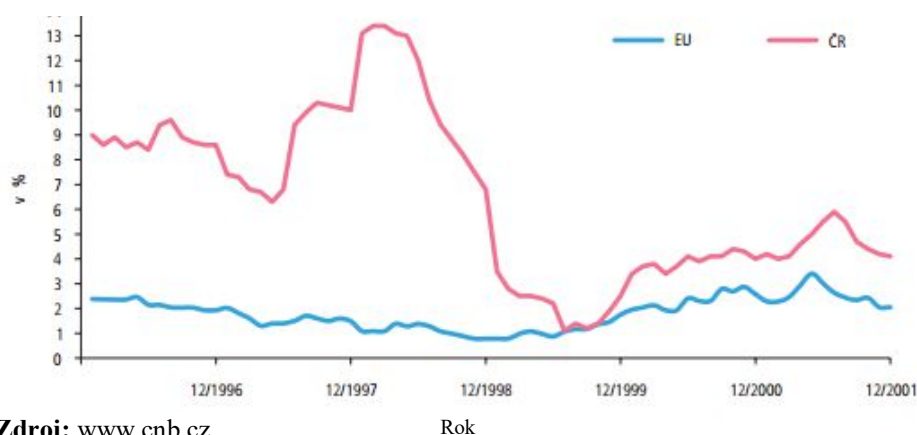
Ve druhém a třetím čtvrtletí 1999 dosahovala čistá inflace záporných hodnot, pokles se však zmírňoval. Říjen přinesl stagnaci a v následujících měsících došlo k růstu. V prosinci dosahovala hodnoty 1,5 %. Inflační cíl splněn nebyl (rozpětí 4 – 5 %), oproti dolní hranici se čistá inflace pohybovala o 2,5 procentního bodu níže. Nejdůležitějším determinantem byly výrazný růst cen ropy na světových trzích a pokles cen potravin.

Oproti roku 1999 se čistá inflace v prvním pololetí 2000 zvýšila až na hodnotu 2,6 %. Na konci třetího čtvrtletí byla čistá inflace 3,5 %. Během posledního kvartálu se čistá inflace snížila na 3 %. Důvodem byl vývoj cen ropy na světových trzích. Inflační cíl

⁵⁹ JÍLEK J., *Peníze a měnová politika*, s. 503 – 504

stanovený v roce 1997 splněn nebyl o 0,5 procentního bodu. „Když se ČNB koncem roku 1997 rozhodla přejít k cílování inflace, stanovila si vedle cíle pro konec roku 1998 střednědobý inflační cíl pro konec roku 2000. Tyto cíle stanovené pro čistou inflaci na úrovni $6 \% \pm 0,5$ p.b. a $4,5 \% \pm 1$ p.b. vymezovaly představu ČNB o strmosti dezinflační trajektorie, o jejíž naplnění centrální banka usilovala. V prosinci 2000 se tak dovršila první etapa cílování inflace.“⁶⁰

Obrázek 11: Vývoj inflace v letech 1996 – 2001



Zdroj: www.cnb.cz

Rok

Hodnota čisté inflace z prosince 2001 byla 2,4 %, čímž byl splněn inflační cíl. Oproti prognóze z dubna 2000 je skutečná hodnota čisté inflace o 0,7 procentního bodu nižší. Vliv na splnění inflačního cíle mělo měnověpolitické rozhodování v druhé polovině roku 2000 a pokles cen pohonných hmot.

4.5.2 Vývoj inflace v období 2002 - 2005

Od roku 2002 ČNB vyhlášovala inflační cíl v podobě průběžného pásma. Pásmo mělo klesající tendenci. K cílování inflace se začala používat inflace celková. V druhém pololetí 2002 se inflace pohybovala pod úrovní 1 %. Inflace se během druhé poloviny roku 2002 pohybovala pod cílovým pásmem.

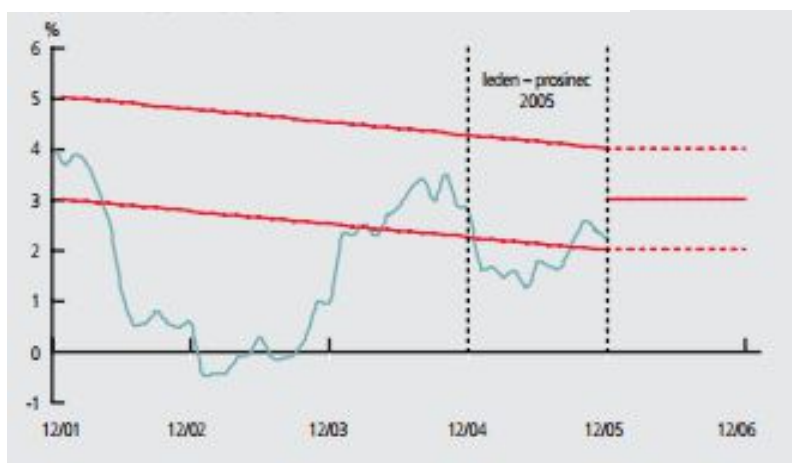
Rok 2003 přinesl nesplnění inflačního cíle. Došlo tedy k „podstřelení“ inflačního cíle v důsledku vnějších faktorů. „Jednalo se především o slabší zahraniční poptávku, nižší

⁶⁰ ČNB, *Zpráva o inflaci – 4/2000* [online]. (PDF). [cit. 2016-03-02].

Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/download/zoi_2001_leden.pdf

cenový růst v zahraničí, pevnější než předpokládaný kurz koruny vůči euru i americkému dolaru a klesající ceny zemědělských výrobců.⁶¹

Obrázek 12: Vývoj inflace v letech 2002 - 2005



Zdroj: www.cnb.cz

Plnění inflačního cíle v roce 2004 bylo celkem úspěšné. Na začátku roku se inflace pohybovala lehce pod hranicí inflačního pásma, ale inflace postupně rostla až do srpna, kdy se zastavila na hodnotě 3,4 %. Přestože v dalších měsících přišel pokles na hodnotu 2,8 %, byl inflační cíl splněn. Na vývoj inflace v roce 2004 měl vliv vstup České republiky do Evropské unie, růst cen zemědělských výrobců a úprava nepřímých daní.

4.5.3 Vývoj inflace v období 2006 – 2013

Od roku 2006 je inflační cíl stanovován v určitém časovém horizontu. Pro období od roku 2006 – 2009 je inflační cíl ve výši 3 %. ČNB se snaží udržet inflaci v rozmezí menším než 1 procentní bod na obě strany. Inflace se v roce 2006 pohybovala v bezprostřední blízkosti inflačního cíle. Konec roku přinesl prudké snížení pod hranici tolerančního pásma.

V roce 2007 se inflace postupným růstem dostávala až k inflačnímu cíli. Závěr roku přinesl růst inflace na horní hranici tolerančního pásma díky zvýšení cen potravin.

⁶¹ ČNB, *Výroční zpráva 2003* [online]. (PDF). [cit. 2016-03-02].
Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2002.pdf

Kvůli finanční a hospodářské krizi inflace na začátku roku 2008 prudce vzrostla. Poté přišel pozvolný pokles. Důvodem bylo snížení cen komodit na světových trzích, změny cen nájemného, ceny energií, zvýšení snížené sazby DPH a spotřebních daní. Na konci roku se inflace dostala do tolerančního pásma inflačního cíle.

Inflace se v roce 2009 prudce snížila až ke spodní hranici tolerančního pásma. „V této situaci bylo zřejmé, že k udržení inflace na horizontu měnové politiky v blízkosti bodového inflačního cíle bude zapotřebí pokračovat ve snižování úrokových sazeb, se kterým ČNB započala již v srpnu 2008.“⁶²

Od roku 2010 ČNB snížila inflační cíl na 2 %. V prvním čtvrtletí byla inflace mírně pod dolní hranici tolerančního pásma, v dalších čtvrtletích se pohybovala kolem 2% cíle.

Rok 2011 přinesl pohyb inflace okolo stanoveného cíle. V posledním čtvrtletí inflace vzrostla nad 2 %.

Nad 2% cílem se inflace pohybovala i v roce 2012 a to díky zvýšení snížené sazby DPH a růstu cen světových komodit a dovozních cen. Česká ekonomika zaznamenala zpomalení růstu mezd, pokles ekonomické aktivity kvůli snižující se spotřebě domácností a fiskální restrikcí. Na konci roku se inflace dostala do inflačního pásma.

Obrázek 13: Vývoj inflace v letech 2006 - 2013



Zdroj: www.cnb.cz

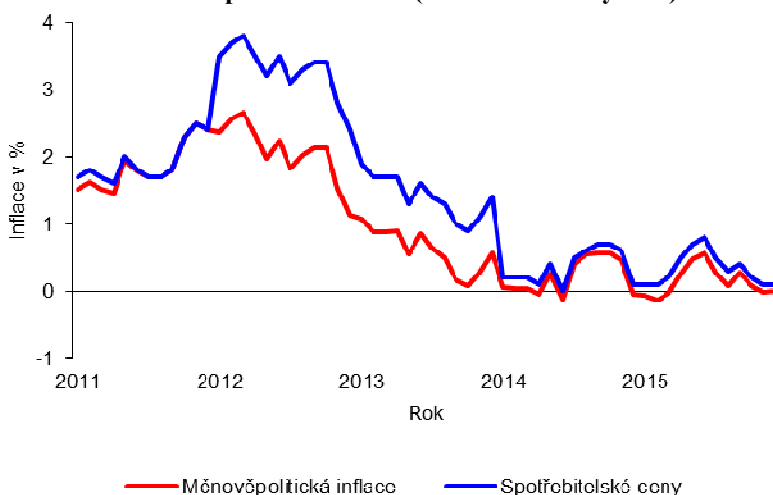
⁶² ČNB, *Výroční zpráva 2009* [online]. (PDF). [cit. 2016-03-02]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zpráva_2009.pdf

V roce 2013 se Česká republika potýkala s růstem nezaměstnanosti, snížením příjmů a snížením spotřeby domácností. ČNB snížila úrokové míry na technickou nulu a oznámila změnu měnového nástroje. Inflace poklesla pod 2 % inflačního cíle.

4.5.4 Současný vývoj inflace

Meziroční inflace ve 4. čtvrtletí 2015 dosahovala 0,1 %. Hodnota míry inflace se v celém období pohybovala těsně nad nulou. Příčinou je snižování cen pohonných hmot a propad cen ropy. Vliv změn nepřímých daní, hlavně růst spotřební daně na cigarety a tabák v roce 2014, zvýšil cenovou hladinu o 0,2 procentního bodu. Negativní dopad -0,1 procentního bodu mělo zavedení druhé snížené sazby DPH (10 %) na knihy, léky a dětskou výživu.

Obrázek 14: Celková a měnověpolitická inflace (meziroční změny v %)



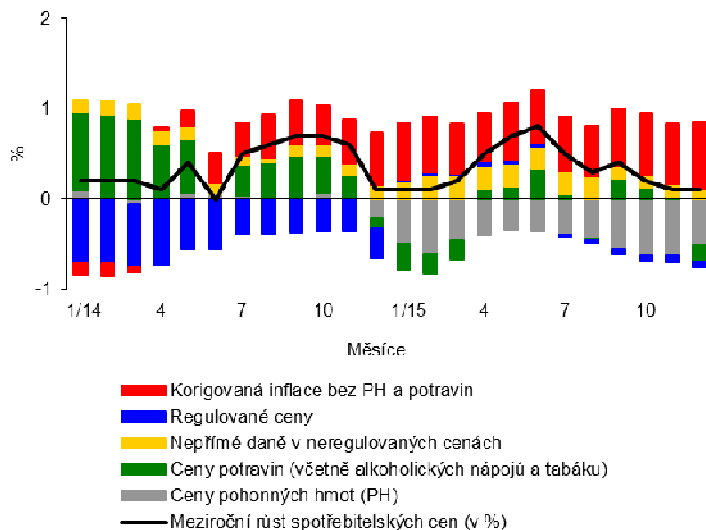
Zdroj: www.cnb.cz

„Meziroční růst tržních cen měřený čistou inflací ve čtvrtém čtvrtletí 2015 mírně zpomalil v průměru na 0,1 %. Ve vývoji se odrážela dynamika cen potravin, které v prosinci přešly do meziročního poklesu, a dále prohloubený pokles cen pohonných hmot.“⁶³ Za čtvrté čtvrtletí 2015 se ceny potravin nezměnily. V říjnu a listopadu sice mírně vzrostly, ale v prosinci došlo k poklesu, takže v souhrnu zůstaly neměnné. Příčiny byly poklesy cen mléka, mléčných výrobků a masa, pekárenských výrobků, čokolády či

⁶³ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

nealkoholických nápojů. Opakem jsou ceny alkoholických nápojů a tabáku, které vzrostly. Kvůli klimatickým podmínkám se zvedly ceny ovoce, zeleniny a ryb.

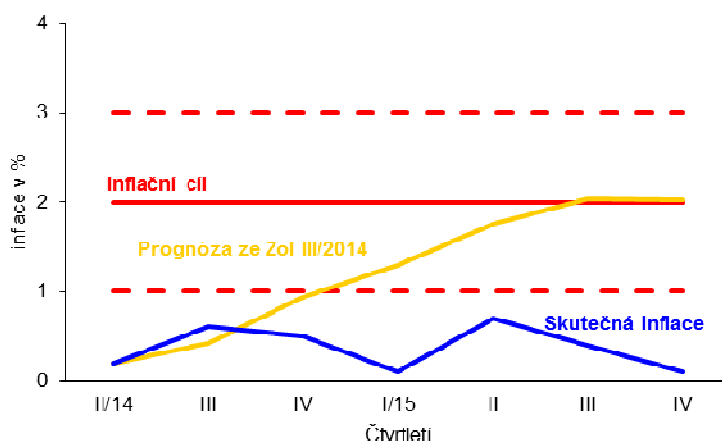
Obrázek 15: Struktura inflace (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: www.cnb.cz

„Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2015 nacházely výrazně pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma.“⁶⁴ Aby bylo možné analyzovat nesplnění inflačního cíle, je potřeba vzít v potaz prognózy z minulých období (duben 2014 až září 2015).

Obrázek 16: Srovnání prognózy se skutečností



Zdroj: www.cnb.cz

⁶⁴ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

Predikce z března 2014 byla opřena o změnu cíle měnové politiky (použití měnového kurzu). Změna měla přinést uvolnění měnové politiky, kde se ČNB zavázala držet kurz koruny na úrovni 27 CZK/EUR do třetího čtvrtletí 2015. Předvídal se růst celkové inflace k 2% cíli ČNB a měnověpolitická inflace měla být o něco nižší než celková. Ve skutečnosti inflační cíl splněn nebyl. Rozdíl mezi predikcí a skutečností dospěl -1,9 %. Měnověpolitická inflace bez pohonných hmot se nejdříve lehce zrychlovala, ale díky poklesu cen výrobců v EU a zdlouhavému oživení domácího mzdového vývoje nedosáhla cíle. Nejvíce ceny ovlivňoval pokles cen zemědělských komodit, redukováný export do Ruska, zrušení kvót na produkci mléka v EU a vyvíjení cen pohonných hmot. V prognóze se předpokládalo ukončení cílení měnového kurzu na konci roku 2015, což se nestalo. „V souhrnu se s dnešní znalostí jeví, že měnová politika v období od dubna 2014 až do září 2015 měl být ještě výrazně uvolněnější. Nicméně díky oslabení kurzu z listopadu 2013 byla odvrácena hrozba deflace spojené s propadem poptávky.“⁶⁵

4.6 Inflační předpovědi

4.6.1 Prognóza ČNB

Celková inflace v posledním čtvrtletí 2015 byla v průměru 0,1 %. Na začátku roku 2016 by se měla vyhoupnout na 0,8 % vlivem růstu cen potravin a zmírněním poklesu cen pohonných hmot. Na konci roku 2017 by se celková inflace měla pohybovat mírně nad hranicí 2% inflačního cíle.

Tabulka 4: Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen

Ukazatel	horizont	ve výši (v %)
Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen	1. čtvrtletí 2017	2,0
	2. čtvrtletí 2017	2,1

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

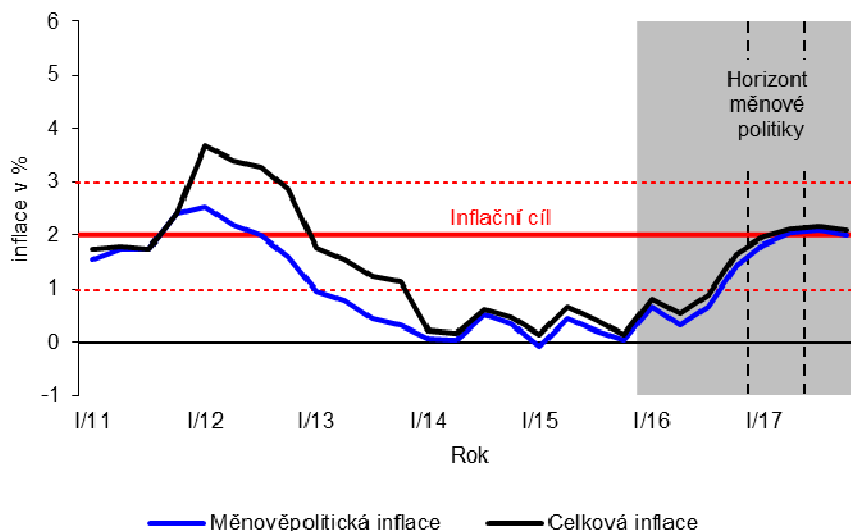
V roce 2017 čistá inflace vzroste díky tlakům z trhu práce nad 2 % po předpokládaném opuštění kurzového závazku ČNB. Ceny potravin v roce 2016 porostou působením růstu cen agrárních komodit ve světě. Dynamika cen potravin se postupně zvýší a v roce 2017 bude okolo 3 %. Ceny pohonných hmot v prvním čtvrtletí

⁶⁵ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03].

Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

2016 budou stále klesat, však mírnějším tempem (-10 %). Na začátku roku 2017 se očekává růst cen pohonných hmot na tuzemském trhu, který bude stagnovat v druhém čtvrtletí na 5 %.

Obrázek 17: Celková a měnověpolitická inflace (meziročně v %)



Zdroj: www.cnb.cz

Úrokové sazby v roce 2015 zůstaly na nejnižších hodnotách v historii peněžního trhu. Nízké hodnoty by měly zůstat do konce roku 2016, 2T repo sazba zůstane na úrovni technické nuly. Prognóza na následující rok slibuje zvýšení tržních úrokových sazeb. Kurz koruny vůči euru dosahoval na konci roku 2015 hodnoty 27,1 CZK/EUR. Prognóza přitom předpokládá používání kurzu jako nátroje měnové politiky do konce roku 2016. „Na začátku roku 2017 dojde k dosažení 2% inflačního cíle, jehož udržitelné plnění je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky.“⁶⁶ Koruna by měla vůči euru dle predikce posílit.

Produktivita práce rostla ve třetím i čtvrtém čtvrtletí 2015. V letošním roce se z 4% úrovně postupným zpomalováním dostane produktivita pod 2 %. Rok 2017 by měl přinést zrychlení tempa růstu produktivity práce na 2,6 %.

Mzdy v podnikatelské sféře v letošním roce by se měly zvyšovat o 5,1 % a tato hodnota zůstane stejná i v roce 2017. Příčinou zvýšení mezd by mělo být zvýšení

⁶⁶ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

minimální mzdy a přechod k původnímu cíli měnové politiky. V nepodnikatelské sféře se platy zvýší o 3,3 % v letošním roce. Rok 2017 přinese mírné snížení o 0,5 %.

Míra nezaměstnanosti zaznamenala ve čtvrtém čtvrtletí 2015 pokles na 4,7 %. V letošním roce by měl pokles pokračovat až na hodnotu 4,4 %. Míra nezaměstnanosti v roce 2017 mírně poklesne na 5,5 %.

„Hrubý nominální disponibilní důchod vzrostl ve 3. čtvrtletí 2015 na 1,5 %. Na horizontu prognózy bude meziroční dynamika disponibilního důchodu zesilovat až k úrovním poblíž 5 %. Nejvýrazněji se na tom bude i nadále podílet objem mezd a platů.“⁶⁷

Tabulka 5: Prognóza vybraných veličin (meziroční změny v %)

	2014	2015	2016	2017
	Skutečnost	Skutečnost	Prognóza	Prognóza
Reálný hrubý disponibilní důchod domácností	1,7	2,1	3,1	2,6
Míra nezaměstnanosti (v%)	6,2	5,2	4,5	4,4
Produktivita práce	1,4	3,3	1,9	2,6
Průměrná nominální mzda	2,3	3,5	4,7	4,7
Průměrná nominální mzda v podnikatelské sféře	2,2	3,4	5,1	5,1
Průměrná reálná mzda	1,9	3,1	3,8	2,6

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Tempo růstu vývozu zboží a služeb bylo v loňském roce 7,6 %. V roce 2016 se předpokládá mírný růst. Rok 2017 přinese snížení tempa růstu na 7,5 %. Dovoz zboží a služeb vzrostl v roce 2015 o 8,8 % a v dalším roce se předpokládá mírný pokles na 7,1 %. V roce 2017 se tempo růstu zvýší na 8,3 %. Čistý vývoz ve stálých cenách se pohyboval v roce 2015 v záporných číslech (-0,4 %). V letošním roce by měl být čistý vývoz naopak kladný a v roce 2017 se očekává záporný příspěvek.

Hrubá tvorba kapitálu zaznamenala v roce 2015 vzrůst o 12,1 %, zejména kvůli pronájmu letounů Gripen a čerpání evropských dotací z programového období

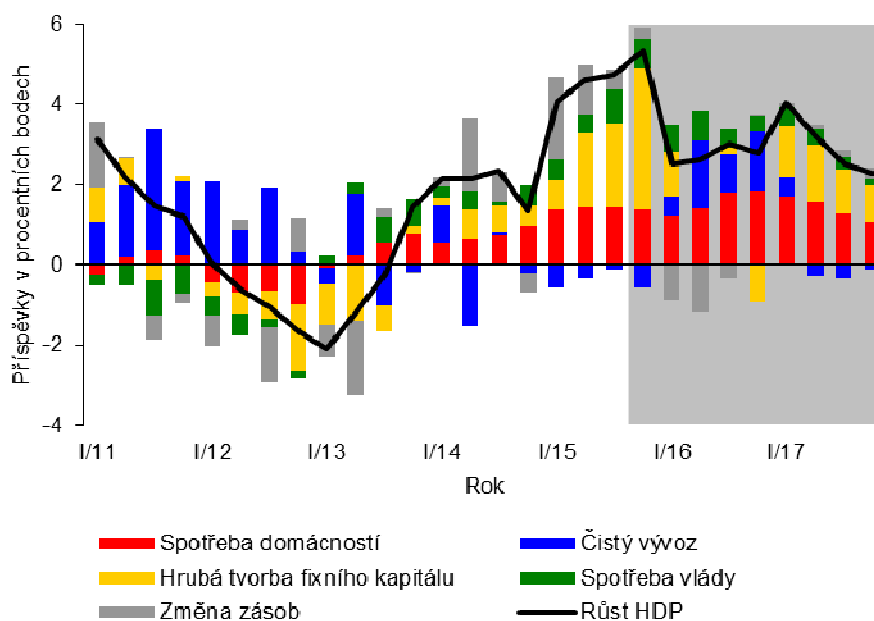
⁶⁷ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03].

Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

2007 – 2013. Naopak v roce 2016 bude dynamika růstu nižší, kdežto v dalším roce opětovně zrychlí.

Třetí čtvrtletí 2015 přineslo zrychlení růstu reálného HDP na 4,7 %, což bylo způsobeno zvýšením tvorby hrubého kapitálu a spotřebou domácností. V následujícím čtvrtletí se HDP zvýšilo o 5,3 %. HDP tak v roce 2015 vzrostlo o 4,7 %. Za růstem tvorby hrubého kapitálu stojí expanzivní fiskální politika vlády a čerpání finančních prostředků z EU. Prognóza na rok 2016 stanovuje zpomalení tempa na 2,7 % kvůli snížení tvorby hrubého kapitálu. Spotřeba domácností se bude zvyšovat díky zvyšujícím se mzdám a nižším cenám statků a služeb. V roce 2017 HDP vzroste na 3 %.

Tabulka 6: Struktura meziročního růstu HDP (meziroční změny v %, příspěvky v procent. bodech)



Zdroj: www.cnb.cz

„V roce 2015 se podle odhadu ČNB snížil vládní deficit na 1,3 % HDP. Celkové působení fiskální politiky byla ale v minulém roce výrazně expanzivní s kladným příspěvkem k vývoji ekonomické aktivity ve výši přibližně 0,7 procentního bodu.“⁶⁸ Zvýšení zapříčinil růst vládních investic kvůli vyčerpávání fondů EU. Výsledkem investic jsou vyšší platy ve vládním sektoru a zvýšení důchodů. Ekonomický růst byl zbrzděn zavedením druhé snížené sazby DPH a naopak zrychlen zvýšením sazeb spotřební daně na

⁶⁸ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03]. Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

tabákové výrobky. Rok 2016 přinese snížení deficitu na 0,5 % HDP kvůli navýšení dotací na obnovitelné zdroje, lidé v důchodovém věku dostanou mimořádný příspěvek, bude zavedeno kontrolní hlášení DPH, zvýší se spotřební daň na tabákové výrobky a též se zvýší sazba při odvodu z loterií.

Tabulka 7: Fiskální prognóza (v mld. Kč)

	2014	2015	2016	2017
	Skutečnost	Skutečnost	Prognóza	Prognóza
Příjmy vládního sektoru	40,6	41,1	40,7	40,9
Výdaje vládního sektoru	42,6	42,4	41,2	40,9
SALDO	-1,9	-1,3	-0,5	0,0
Upravené saldo^{a)}	-1,4	-1,1	-0,6	-0,1
DLUH VLÁDNÍHO SEKTORU	42,7	41,2	39,7	38,4

^{a)} upraveno o mimořádné jednorázové operace, odhad ČNB

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Fiskální politika v roce 2016 bude restriktivní v hodnotě -0,6 procentního bodu kvůli propadu vládních investic. Rok 2017 přinese vyrovnaný rozpočet vlády. Obnoví se růst investiční aktivity vládního sektoru. Celkově bude fiskální politika expanzivní, ve výši 0,1 procentního bodu.

Zapojení volné likvidity jako zdroje financování přineslo pokles poměru vládního dluhu k DPH na 41 %. V letošním a příštím roce by měl vládní dluh v poměru k DPH klesat až na hodnotu 38,4 %.

4.6.2 Prognózy ostatních subjektů

Analytici předpokládají inflaci lehce pod cílem ČNB. V tříletém horizontu se inflace bude pohybovat stabilně na úrovni 2% cíle. Podnikoví manažeři očekávají setrvání pod stanoveným inflačním cílem.

Domácnosti v roce 2015 usuzovaly, že ceny se během předchozích 12 měsíců nezvyšovaly. Indikátor očekávané inflace je naopak dlouhodobě mírně kladný.

„To signalizuje, že počet respondentů, který očekávají v příštích 12 měsících rychlejší cenový růst, lehce převažuje nad počtem těch, kteří očekávají stejný nebo nižší cenový růst než v nedávné minulosti.“⁶⁹

Tabulka 8: Očekávané ukazatele dle analytiků (v horizontu 1R, meziroční změny v %)

	2015				2016
	Září	Říjen	Listopad	Prosinec	Leden
Reálný HDP v roce 2015	3,8	4,1	4,2	4,3	
Reálný HDP v roce 2016	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6
Nominální mzdy v roce 2015	3,0	3,2	3,2	3,2	
Nominální mzdy v roce 2016	3,8	3,8	3,8	3,8	3,9
Kurz CZK/EUR	26,9	26,9	26,9	26,9	26,7

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Analytici v rámci inflačního očekávání finančního trhu předpokládají pro rok 2016 zpomalení růstu ekonomiky pod 3 %. Podobně by si měla ekonomika vést i v dalším roce. Mzdy by se měly zvýšit přibližně o 4 % v letošním i příštím roce. Posílit by podle predikce měla koruna, jejíž kurz se bude pohybovat mírně pod hranicí 27 CZK/EUR. Kurzový závazek podle analytiků skončí nejdříve v druhém pololetí roku 2016.

„V souhrnu analytici v porovnání s novou prognózou ČNB očekávají v letošním roce stejný růst reálného HDP, v příštím roce pak pomalejší. Inflace očekávaná analytiky v ročním horizontu je lehce nižší než v prognóze ČNB.“⁷⁰

⁶⁹ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03].

Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

⁷⁰ ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03].

Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

5 Zhodnocení výsledků

Cílování inflace, které bylo zavedeno v roce 1998 po tlacích na oslabení koruny, přineslo snížení inflace na úroveň vyspělých států. Vůči roku 1993, kdy inflace dosahovala hodnoty 20 %, se v současnosti pohybuje pod úrovní 2 % inflačního cíle.

Při porovnání stanovených cílů ČNB a skutečné inflace je zřejmé, že v některých letech cílování inflace nebylo úspěšné. V období 1998 – 1999 čistá inflace postupně klesala až do záporných hodnot. V letech 2002 – 2003 byla celková inflace hluboko pod inflačním cílem. Opakem byl rok 2007, kdy se inflace dostala nad horní okraj tolerančního pásma. Roky 2008 a 2009 jsou spjaty s celosvětovou hospodářskou krizí, jež měla za následek propad celkové inflace pod stanovený inflační cíl. Pod tolerančním pásmem se inflace ocitla i v roce 2014.

Průměrná roční míra inflace se v roce 2015 pohybovala těsně nad nulou (0,3 %). Příčinou nízké inflace je propad cen ropy a zemědělských komodit, zrušení kvót na produkci mléka, redukovaný export do Ruska a vliv změn nepřímých daní (hlavně růst spotřební daně a zavedení druhé snížené sazby DPH).

Podle prognózy I/2016 se na začátku roku 2016 inflace dostane na hladinu 0,8 % vlivem růstu cen potravin a zmírněním poklesu cen pohonných hmot. V roce 2017 čistá inflace vzroste nad 2 % po předpokládaném opuštění kurzového závazku ČNB.

V rámci inflačního očekávání finančního trhu se očekává v roce 2016 zpomalení ekonomiky pod 3 %. Kurz koruny by měl být mírně pod hranicí 27 CZK/EUR. Kurzový závazek podle analytiků neskončí dříve než v druhé části roku 2016.

„V souhrnu s dnešní znalostí se jeví, že měnová politika v období od dubna 2014 až do září 2015 měla být ještě výrazně uvolněnější. Nicméně díky oslabení kurzu z listopadu 2013 byla odvrácena hrozba deflace spojené s propadem poptávky.“⁷¹

⁷¹ ČNB, *Zpráva o inflaci – I/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03].
Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

6 Závěr

Činnost ČNB je pro českou ekonomiku důležitá. Vykonává řadu funkcí a operací, jimiž pečuje o finanční trh. Ústava ČR udává ČNB za hlavní cíl „pečí o cenovou stabilitu“, kterým se zabývá měnová politika. Podstatou monetární politiky je pomocí uplatňovaných nástrojů plnit krátkodobé a dlouhodobé cíle.

Cíle měnové politiky se v českém hospodářství v průběhu času měnily. Příčinou byly změny režimů měnové politiky. V letech 1989 – 1997 si Česká národní banka kladla za cíl udržení stability domácích měn a cenového kurzu. Mezcíli se staly fixní kurz a peněžní zásoba. V roce 1998 byl režim nahrazen režimem cílování inflace, který je zaměřen na plnění hlavního cíle, nikoliv mezicíků. Hlavním cílem se stala stabilní a nízká inflace.

V prvním období cílení inflace se používalo krátkodobých cílů a stanovování intervalů, ve kterých se čistá inflace měla pohybovat. V roce 2002 přišla změna v podobě přechodu z cílování čisté inflace na inflaci celkovou. Inflační cíl byl od ledna 2006 vymezen bodově na 3 %. V roce 2007 ČNB stanovila inflační cíl na 2 % platný od ledna 2010 až do vstupu do eurozóny.

ČNB se v některých obdobích nedařilo plnit inflační cíl. Nejvýraznější rozdíly mezi skutečnou inflací a stanovenými cíli byly znatelné v letech 1998 – 1999, 2002 – 2003, 2007, 2008 – 2009 a 2014. V roce 2015 se celková inflace nacházela pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle. Pokud by ČNB nepřistoupila ke změně cíle měnové politiky, mohla se inflace pohybovat v záporných hodnotách.

V současné době Česká národní banka používá za nástroj měnový kurz. Toto rozhodnutí bylo přijato z důvodu možné deflace, zaručení inflace na 2% úrovni a snahy vrátit se do stavu, kdy používala za nástroj měnové politiky úrokové míry.

I přes některé výkyvy, které se v průběhu cílování inflace objevily, se podařilo dosáhnout inflace, která je srovnatelná s inflací ve vyspělých státech. Úspěch spočívá ve zdokonalování srozumitelnosti informací, které jsou podávány společnosti ČNB.

7 Seznam použitých zdrojů

Knižní publikace:

- BARTOŠEK, Karel, FELSBERGOVÁ, Dana, JAROŠ, Pavel. *Bankovníctví v České republice*. 1.vyd. Praha: Bankovní instituce vysoká škola, 1995. 330 s. ISBN 80-902243-9-3.
- BRČÁK, Josef, SEKERKA, Bohuslav, STARÁ, Dana. *Makroekonomie – teorie a praxe*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, s.r.o., 2014. 223 s. ISBN 978-80-7380-492-3.
- HRNČÍŘ, Miroslav. *Měnová teorie a politika*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010. 220 s. ISBN 978-80-7408-033-3.
- JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. – Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2013. 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.
- JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2004. 744 s. ISBN 978-80-247-0769-1.
- JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Praga Publishing, a.s., 2013. 342 s. ISBN 978-80-247-43-86-8.
- KUNDEL, Jakub. *Centrální bankovníctví v českých zemích*. 1. vyd. Praha: Česká národní banka, 2008. 183 s. ISBN 978-80-87225-06-6.
- MANDEL, Martin, TOMŠÍK, Vladimír. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008. 367 s. ISBN 978-80-7261-185-0.
- REVERENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.
- REVERENDA, Zbyněk, MANDEL, Martin, KODERA, Jan, MUSÍLEK, Petr, Dvořák, Petr. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6. vyd. Praha: Management Press, 2014. 423 s. ISBN 978-80-7261-279-6.
- ŘEŽÁBEK, Pavel. *Měnová politika a její interakce s politikou fiskální*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2010. 180 s. ISBN 978-80-246-1894-4.
- SAMUELSON, Paul, Anthony, NORDHAUS, William D. *Ekonomie*. 18. vyd. Praha: Svoboda, 2007. 775 s. ISBN 978-80-205-0590-3.

- SINGER, Miroslav. *Inflace – krátkodobý výkyv, nebo střednědobá hrozba? Sborník textů*. 1. vyd. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008. 111 s. ISBN 978-80-86547-67-1.
- ZEMAN, Václav, SLEZÁK, Martin. *Centrální bankovníctví a monetární politika – studijní text pro prezenční i kombinovanou formu studia*. 1. vyd. Brno: Akademické nakladatelství CERM, 2010. 161 s. ISBN 978-80214-4043-2.

Internetové zdroje:

- ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2015-09-11].
Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html
- ČNB, *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2015-10-20].
Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html
- ČSÚ, *Míra inflace* [online]. [cit. 2015-11-05].
Dostupné z WWW: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- Sbírka zákonů, *Úplné znění zákona č. 6.1993 Sb., o České národní bance* [online]. [cit. 2015-11-09]. (PDF).
Dostupné z WWW: http://www.banky.cz/download/laws/zakon_o_cnb.pdf
- ČNB, *Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí* [online]. [cit. 2015-10-15].
Dostupné z WWW: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestě_ke_standardu_vyspelych_zemi/5_menova_politika_fixniho_kurzu_a_cilovani_penezni_zasoby/index.html
- ČNB, *Cílování inflace* [online]. [cit. 2015-11-09].
Dostupné z WWW: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/
- ČNB, *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky* [online]. [cit. 2015-11-12].
Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html
- ČNB, *Zpráva o inflaci – 1/2016* [online]. (PDF). [cit. 2016-02-03].
Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/index.html

- ČNB, *Výroční zpráva 2009* [online]. (PDF). [cit. 2016-03-02].
Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf
- ČNB, *Výroční zpráva 2003* [online]. (PDF). [cit. 2016-03-02].
Dostupné z WWW: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2003.pdf
- ČNB, *Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky?* [online].
[cit. 2016-03-02]. Dostupné z WWW: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_zmeny_urokovych_sazeb_promitajx.html