

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomických teorií**



**Bakalářská práce**

**Cílování inflace ČNB**

**Radim Martiš**

**© 2015 ČZU v Praze**

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomických teorií

Provozně ekonomická fakulta

# ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Radim Martiš

Provoz a ekonomika

Název práce

Cílování inflace ČNB

Název anglicky

Inflation targeting – the case of the CNB

---

## Cíle práce

Cílem bakalářské práce je popsat mechanismus cílování inflace ze strany České národní banky

## Metodika

V teoretické části bakalářské práce práce budou popsány režimy měnové politiky, nástroje vnitřní měnové politiky a funkce České národní banky. Bude zde použita převážně popisná metoda.

Praktická část bude zaměřena na cílování inflace jako moderní nástroj měnové politiky používaný Českou národní bankou ve sledovaném období. V praktické části bude převážně použita metoda analytická a metoda srovnávací.

### Doporučený rozsah práce

30 – 50 stran

---

### Doporučené zdroje informací

Brčák, J., Sekerka, B.: Makroekonomie. 2010, ISBN 978-80-7380-245-5.  
Holman, R.: Ekonomie. 2011, ISBN: 978-80-7400-006-5.  
internetové stránky Českého statistického úřadu, [www.czso.cz](http://www.czso.cz)  
internetové stránky ČNB, [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz).  
internetové stránky Mezinárodního měnového fondu, [www.imf.org](http://www.imf.org)  
Jílek, J.: Peníze a měnová politika. 2004, ISBN: 80-247-0769-1.  
Revenda, Z.: Centrální bankovnictví. 2011, ISBN: 978-80-7261-230-7.  
Samuelson, P. A., Nordhaus, W. D.: Ekonomie. 2013, ISBN: 978-80-205-0629-0.

---

### Předběžný termín obhajoby

2015/06 (červen)

### Vedoucí práce

Mgr. František Hřebík, Ph.D.

Elektronicky schváleno dne 3. 9. 2014

**doc. Ing. Josef Brčák, CSc.**

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2014

**Ing. Martin Pelikán, Ph.D.**

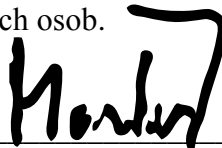
Děkan

V Praze dne 08. 03. 2015

### Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Cílování inflace ČNB" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího bakalářské práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autor uvedené bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 10. 3. 2015



\_\_\_\_\_

## Poděkování

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

# Cílování inflace ČNB

---

## Inflation Targeting – the Case of the ČNB

### Souhrn

Teoretická část práce se zabývá činností České národní banky, jako nositele měnové politiky v České republice, a jejími základními funkcemi.

Dále se práce zaměřuje na měnovou politiku jako takovou s uvedením jejích základních nástrojů a měnových režimů.

V případě měnového režimu cílování inflace nelze opomenout téma samotné inflace. Proto je tento základní pojem v práci vysvětlen, jsou zde uvedeny její základní druhy a způsoby jejího výpočtu.

Praktická část práce se zabývá cílováním inflace ze strany České národní banky. Jsou zde zmíněny základní aspekty měnového režimu inflačního cílování, tedy důvody pro jeho zavedení, popsán cíl inflačního cílování, transmisní mechanismus či prognóza inflace.

Dále je v práci zhodnoceno, jak se České národní bance dařilo plnit stanovené inflační cíle po celou dobu, co používá cílování inflace jako režim měnové politiky. Uvedeny jsou také faktory, které měly vliv na jejich splnění či nesplnění. V závěru je krátce popsán náhled vývoje inflace pro aktuální rok, tedy pro rok 2015.

### Summary

The theoretical part of the thesis deals with the activities of the Czech National Bank, as the bearer of monetary policy in the Czech Republic, and its basic functions.

Furthermore, the thesis focuses on monetary policy mentioning its basic tools and monetary regimes.

In the case of monetary regime of inflation targeting can't be overlooked the topic of inflation. Therefore, this basic term is explained, there are mentioned its basic types and methods of calculation.

The practical part of the thesis deals with inflation targeting by the Czech National Bank. There are described basic aspects of monetary regime of inflation targeting, ie the

reasons for its introduction, the goal of inflation targeting, the transmission mechanism and the inflation forecast.

The thesis also evaluates how the Czech National Bank succeeded in accomplishment of the inflation targets during whole period of using inflation targeting as a monetary policy regime. There is explained what factors affect their pass or fail. At the end there is shortly described preview of development of inflation for the current year, ie for the year 2015.

**Klíčová slova:** cílování inflace, Česká národní banka, inflace, inflační cíl, inflační prognóza, měnová politika, peněžní agregáty

**Keywords:** inflation targeting, Czech National Bank, inflation, inflation target, inflation forecast, monetary policy, monetary aggregates

## Obsah

<b>1</b>	<b>Úvod</b> .....	9
<b>2</b>	<b>Cíl práce a metodika</b> .....	10
<b>3</b>	<b>Teoretická východiska</b> .....	11
3.1	Základní informace o ČNB .....	11
3.1.1	Činnost ČNB .....	11
3.1.2	Základní funkce a činnosti ČNB .....	12
3.2	Měnová politika .....	14
3.2.1	Nástroje měnové politiky .....	15
3.2.2	Měnové režimy .....	16
3.3	Inflace .....	18
3.3.1	Měření inflace .....	18
3.3.2	Druhy inflace .....	19
3.4	Základní aspekty cílování inflace .....	19
3.4.1	Měnové režimy před zavedením cílování inflace .....	20
3.4.2	Důvody pro zavedení režimu inflačního cílování .....	20
3.4.3	Předpoklady pro účinné cílování inflace .....	21
3.4.4	Omezující faktory .....	21
3.4.5	Cíl inflačního cílování .....	22
3.4.6	Transmisní mechanismus .....	23
3.4.7	Prognóza inflace .....	24
<b>4</b>	<b>Analýza úspěšnosti cílování inflace ze strany ČNB</b> .....	26
4.1	Rok 1998 .....	26
4.2	Rok 1999 .....	27
4.3	Rok 2000 .....	27
4.4	Rok 2001 .....	28
4.5	Období 2002 - 2005 .....	30
4.6	Období 2006 - 2009 .....	33
4.7	Období 2010 – 2014 .....	36
4.8	Výhled na rok 2015 .....	41
<b>5</b>	<b>Zhodnocení výsledků</b> .....	43
<b>6</b>	<b>Závěr</b> .....	45
<b>7</b>	<b>Seznam tabulek, schémat a grafů</b> .....	46
<b>8</b>	<b>Seznam použitých zdrojů</b> .....	47



## 1 Úvod

V prosinci roku 1997 rozhodla bankovní rada České národní banky (ČNB) o změně vývoje měnové politiky. Na základě tohoto rozhodnutí přešla ČNB ke dni 1. 1. 1998 k přímému cílování inflace. Tento nový měnový režim nahradil předchozí schéma měnové politiky, které bylo založeno na kurzovém závěsu a cílování peněžní zásoby.

Ke změně měnového režimu značně přispěly měnové turbulence z roku 1997, kdy ČNB přišla o stabilní měnový kurz. Dále pak nestabilní funkce poptávky po penězích a ne zcela zřetelný vztah mezi vývojem množství peněz v ekonomice a inflací.

Tímto krokem ze strany ČNB však nedošlo ke změně dlouhodobého cíle měnové politiky (cenové stability), změnil se pouze způsob jeho realizace. Cílování inflace znamená přímou orientaci na cenovou stabilitu.

Cílování inflace se opírá o soustavu ukazatelů, které naznačují její budoucí vývoj. Významnou roli zde hraje prognóza vývoje inflace. V případě, kdy prognóza naznačuje, že se budoucí vývoj inflace bude lišit od stanoveného inflačního cíle, ČNB přijme patřičná měnově politická opatření ke korigování této odchylky. Kvůli zpožděním těchto opatření je nutné, aby ČNB reagovala s dostatečným předstihem.

Od zavedení tohoto režimu měnové politiky se očekávalo, že příznivě ovlivní inflační očekávání a přispěje ke snížení vysoké míry inflace.

Režim cílování inflace by měla ČNB používat až do vstupu České republiky do eurozóny, kdy Evropská centrální banka převezme řízení české měnové politiky. Měnová politika České republiky, a tedy i režim cílování inflace, bude proto ještě několik let v plné kompetenci ČNB.

## 2 Cíl práce a metodika

Cílem bakalářské práce je popsat mechanismus cílování inflace ze strany ČNB a zhodnotit její úspěšnost při používání tohoto měnového režimu.

Teoretická část práce se zaměří na činnost ČNB, jako nositele měnové politiky v České republice, její základní funkce a na měnovou politiku jako takovou, s uvedením jejich základních nástrojů a měnových režimů.

Nelze zde také opomenout téma samotné inflace. Proto bude tento základní pojem v práci vysvětlen, budou zde uvedeny její základní druhy a způsoby jejího výpočtu.

Pro zpracování teoretické části bakalářské práce budou využity údaje a informace z odborné literatury a internetových zdrojů, bude zde použita převážně popisná metoda.

Praktická část práce se zaměří na cílování inflace ze strany ČNB. Budou zde zmíněny základní aspekty měnového režimu inflačního cílování, tedy důvody pro jeho zavedení, popsán cíl inflačního cílování, transmisní mechanismus či prognóza inflace.

Dále zde bude zhodnoceno, jak se ČNB dařilo plnit stanovené inflační cíle po celou dobu, co používá cílování inflace jako režim měnové politiky (od roku 1998 do současnosti), a uvedeny faktory, které měly vliv na jejich splnění či nesplnění.

V závěru bude krátce popsán náhled vývoje inflace pro aktuální rok, tedy pro rok 2015.

Pro zpracování praktické části bakalářské práce budou využity údaje a informace z internetových zdrojů, bude zde použita převážně metoda analytická a metoda srovnávací.

### 3 Teoretická východiska

#### 3.1 Základní informace o ČNB

ČNB je ústřední bankou České republiky, která vykonává dohled nad finančním trhem. Byla zřízena Ústavou České republiky a svou činnost vyvíjí primárně v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance (ve znění pozdějších předpisů), a dalšími právními předpisy. Sídli v Praze, má sedm regionálních zastoupení (v Praze, v Ústí nad Labem, v Plzni, v Českých Budějovicích, v Hradci Králové, v Brně a v Ostravě). ČNB je součástí Evropského systému centrálních bank a podílí se na plnění jeho cílů a úkolů.

Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je bankovní rada. Jejími členy jsou guvernér, dva viceguvernéři a čtyři další členové bankovní rady. Všichni členové jsou jmenováni prezidentem na šestileté období, nejvýše na dvě období.<sup>1</sup>

##### 3.1.1 Činnost ČNB

Hlavním předmětem činnosti ČNB je péče o cenovou stabilitu v zemi, tedy o prostředí s nízkou inflací v ekonomice pro podporu hospodářského růstu. K tomu je nutná její nezávislost. Dále se stará o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému v zemi.

V souladu se svým hlavním cílem ČNB vytváří měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí a dohlíží na peněžní oběh, platební styk a činnost bank. Vykonává dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijním připojištěním, družstevními záložnami, institucemi elektronických peněz a směnárny. Poskytuje bankovní služby státu a veřejnému sektoru. Vede účty organizacím a osobám napojeným na státní rozpočet. Provádí operace spojené s emisemi státních dluhopisů a investicemi na finančních trzích.

Blíže k funkcím a činnostem ČNB, potažmo centrálních bank obecně, v následující části.

---

<sup>1</sup> ČNB, *O ČNB*, online: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/)

### **3.1.2 Základní funkce a činnosti ČNB**

Centrální banky, tedy i ČNB, vykonávají v podstatě stejné činnosti. Mezi ty nejzásadnější činnosti centrálních bank patří<sup>2</sup>:

#### ***Emisní činnost***

Tuto činnost lze charakterizovat jako operace s hotovostními penězi (či oběživem). Vydávání bankovek a mincí je výlučným právem ČNB, kterým obchodní banky nedisponují. ČNB má tedy v této oblasti hotovostních peněz monopol. V případě vydávání bezhotovostních peněz tomu tak není. Bezhotovostní peníze jsou vydávány převážně obchodními bankami.

#### ***Měnová politika***

Neméně významnou činností ČNB je vytváření měnové politiky. Prostřednictvím měnové politiky ČNB reguluje množství peněz v ekonomice, převážně za účelem podpory cenové stability.

Centrální banky, tedy i ČNB, se snaží ovlivňovat vývoj množství peněz v ekonomice, a to především v podobě měnových agregátů<sup>3</sup> či prostřednictvím výše úrokových sazeb.

Měnová politika je prováděna na mezibankovním trhu ve vztahu k obchodním bankám.

Velký význam zde má nezávislost a samostatnost centrálních bank.

Měnové politice bude věnována následující kapitola.

#### ***Devizová činnost***

Do této oblasti činnosti centrální banky patří převážně správa devizových rezerv státu, s nimi spojené operace na devizovém trhu či devizové regulace.<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> REVENDA Z., *Centrální bankovníctví*, s. 33 - 36

<sup>3</sup> Měnové agregáty představují souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity.

Operace s devizovými rezervami provádí centrální banka zejména z důvodu udržování jejich hodnoty, zabezpečení devizové likvidity země, zajištění jejich výnosnosti a ovlivňování vývoje měnového kurzu domácí měny (prostřednictvím nákupů a prodejů domácí měny za měny zahraniční).

### ***Regulace a dohled bank***

V případě dvoustupňového bankovního systému, tedy i toho v ČR, je první stupeň (bankovní instituce) regulován stupněm druhým (ČNB).

Regulace je charakterizována tvorbou a prosazováním pravidel činnosti bankovních institucí.

Mnohdy mají centrální banky nastrojeny také dohled nad činností bankovních institucí, což spočívá v kontrole dodržování stanovených pravidel.

### ***Banka bank***

Mezi základní činnosti centrálních bank vůči ostatním bankám patří přijímání vkladů, poskytování úvěrů, realizování operací s cennými papíry či vedení jejich účtů a zúčtování finančních operací (neboli clearing).

Finanční prostředky ukládají banky u centrální banky v podobě povinných či dobrovolných vkladů v domácí měně. Povinné vklady (jinak povinné minimální rezervy) omezují objemy vkladů, s kterými mohou volně nakládat.

Úvěry od centrální banky jsou emitovány bezhotovostní peníze. Tyto úvěry představují pro obchodní banky levný zdroj finančních prostředků, jelikož jsou poskytovány za velmi nízký úrok. Banky poptávají úvěry od centrální banky také v případě problémů s likviditou.

Operace s cennými papíry provádí centrální banka s cílem změnit rezervy bank či krátkodobou úrokovou míru. Banky se naopak snaží získat likviditu či dosáhnout zisku.

Clearing mohou spolu s centrální bankou provádět i velké obchodní banky.

---

<sup>4</sup> Stanovení a kontrola pravidel nakládání se zahraničními měnami.

## ***Banka státu či vlády***

V rámci této činnosti centrální banka vede účty a uskutečňuje určité operace pro vládu, centrální orgány státu, orgány místní samosprávy a některé podniky veřejného sektoru.

Dále centrální banka zajišťuje pokladní plnění státního rozpočtu (zpracování finančních operací souvisejících s hospodařením státního rozpočtu), spravuje státní dluh a poskytuje úvěry státnímu rozpočtu (což je podmíněno úpisem cenných papírů a jejich následným prodejem).

### **3.2 Měnová politika**

Vytváření měnové politiky je jednou z činností centrální banky, kdy jejím prostřednictvím reguluje množství peněz v ekonomice, a to převážně za účelem podpory cenové stability.

Centrální banky se snaží ovlivňovat vývoj množství peněz v ekonomice především v podobě měnových agregátů či prostřednictvím výše úrokových sazeb.

Měnovou politiku lze definovat jako regulaci operačního cíle (většinou krátkodobé úrokové míry) ze strany centrální banky prostřednictvím nástrojů měnové politiky, a to za účelem dosažení zprostředkujícího cíle (určitého peněžního agregátu) a nakonec konečného cíle v podobě cenové stability, která je vyjádřena určitou výší inflace. Jedná se o transmisní mechanismus měnové politiky.

Podle nastavení operačního cíle se poté jedná o expanzivní či restriktivní měnovou politiku. Expanzivní měnová politika je uplatňována v situaci, kdy jsou vysoké úrokové míry, je vysoká nezaměstnanost, slabá ekonomika a kdy nejsou obavy o vznik inflace. Je tedy potřeba stimulovat ekonomiku. To spočívá ve snížení krátkodobé tržní úrokové míry, což vede k poskytování nových úvěrů ze strany obchodních bank a ochotě spotřebitelů nové finanční prostředky poptávat. Domácnosti a podniky více utrácejí, a tím se zvyšuje rychlost obratu peněz. Restriktivní měnová politika je pak pravým opakem. Používá se v situaci, kdy hrozí inflace, v situaci, kdy je přehřátá ekonomika, jsou nízké úrokové sazby či je nízká nezaměstnanost.<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> JÍLEK J., *Peníze a měnová politika*, s. 375 - 378

### 3.2.1 *Nástroje měnové politiky*

Nástroje měnové politiky slouží k dosažení konečného cíle měnové politiky, tedy cenové stability.

Nástroje měnové politiky lze dělit na *nepřímé* (operace na volném trhu, diskontní nástroje, kursové intervence), *přímé a nepřímé* (povinné minimální rezervy, doporučení, výzvy a dohody) a *přímé* (limity úvěrů bank, limity úrokových sazeb, povinné vklady, pravidla likvidity).<sup>6</sup>

#### ***Operace na volném trhu***

Spočívají v nákupu či prodeji cenných papírů v domácí měně ze strany centrální banky obchodním bankám. Cílem je regulace rezerv bank nebo regulace krátkodobé úrokové míry.

Nákup cenných papírů centrální bankou vede k zvýšení rezerv bank, poklesu krátkodobé úrokové míry a tlaku na znehodnocení domácí měny. Prodej cenných papírů má pak opačné účinky.

#### ***Diskontní nástroje***

Patří mezi ně úvěry, které centrální banka poskytuje obchodním bankám, úrokové sazby z těchto úvěrů či úrokové sazby z rezerv bank na účtech u centrální banky.

Diskontní úvěry jsou úročeny diskontní sazbou, kterou vyhláší centrální banka. Od této sazby se odvíjí další úrokové sazby. Poskytnutím tohoto úvěru dojde k růstu rezerv bank.

Lombardní úvěry jsou krátkodobé úvěry poskytované proti zástavě v podobě cenných papírů.

Reeskontní úvěry jsou také krátkodobé úvěry, které jsou poskytovány s mírně vyšší sazbou (reeskontní), než je sazba diskontní.

---

<sup>6</sup> REVENDA Z., *Centrální bankovníctví*, s. 220 - 249

### ***Kurové intervence***

Spočívají v ovlivňování nabídky a poptávky na devizových trzích s cílem ovlivnit vývoj měnového kursu domácí měny.

### ***Sazba povinných minimálních rezerv***

Stanovuje, jakou část vkladů nebankovních subjektů u obchodních bank musím mít banky uloženu na účtu u centrální banky. Povinné minimální rezervy jsou aktivity obchodních bank a pasivy centrální banky. Jsou jimi ovlivňovány peněžní multiplikátory<sup>7</sup> příslušných měnových agregátů.

### ***Limity úvěrů bank***

Stanoví maximální rozsah úvěrů, které obchodní banky mohou poskytnout svým klientům.

### ***Limity úrokových sazeb bank***

Spočívají ve stanovení maximálních úrokových sazeb z úvěrů obchodních bank a maximálních či minimálních úrokových sazeb z vkladů u obchodních bank. Cílem je regulace či stabilizace úrokových sazeb.

## **3.2.2 Měnové režimy**

Pro řízení měnové politiky lze využít několik základních režimů měnové politiky. Mezi ty hlavní patří<sup>8</sup>:

---

<sup>7</sup> Peněžní multiplikátor vyjadřuje poměr měnového agregátu k měnové bázi (tvořena oběživem a rezervami bank)

<sup>8</sup> ČNB, *Jaké jsou režimy měnové politiky?* online: [http://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menov\\_e\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html)



### ***Režim s implicitní nominální kotvou***

Tento režim s implicitní nominální kotvou je zaměřen na 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, která umožní dosažení žadoucích změn inflace a jejich očekávání i bez explicitních cílů.

### ***Cílování měnové zásoby***

U cílování měnové zásoby je kladen důraz na tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Vychází se zde z poznatku, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní nabídky.

### ***Cílování měnového kurzu***

V tomto režimu se centrální banka snaží prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země. Jednou z hlavních nevýhod tohoto režimu je ztráta autonomie měnové politiky.

### ***Cílování inflace***

Při cílování inflace je centrální bankou s předstihem veřejně vyhlášen inflační cíl (nebo posloupnost cílů), o jehož dosažení bude usilovat. Jedná se o aktivní a přímé formování inflačních očekávání. Dříve než se budu zabývat blíže tímto měnovým režimem, uvedu základní informace o infaci.

### 3.3 Inflace

*„Inflace je definována jako projev ekonomické nerovnováhy, jehož vnějším znakem je růst cenové hladiny. Inflace je nepřetržitý růst agregátní cenové hladiny v čase, který zachycuje všechna zboží a služby.“<sup>9</sup>*

Současně s růstem cenové hladiny dochází k růstu množství peněz v ekonomice, a proto k poklesu kupní síly peněžní jednotky. Inflace tedy zároveň znamená znehodnocení peněz.

S pojmem inflace souvisí také pojmy jako deflace (snižování všeobecné cenové hladiny) a stagflace (stagnace reálného produktu a současný růst míry inflace).

#### 3.3.1 Měření inflace

Inflaci je možné měřit několika způsoby<sup>10</sup>:

1. *indexem spotřebitelských cen (CPI)*, který znázorňuje velikost změny výdajů domácností na nákup daných spotřebních statků:

$$INF_{CPI} = \left( \frac{\text{spotřebitelský koš v cenách daného období}}{\text{spotřebitelský koš v cenách předchozího období}} - 1 \right) * 100;$$

2. *cenovým deflátorem hrubého domácího produktu (HDP)*, jež vyjadřuje změny cen všech statků, které jsou součástí HDP;

3. *indexem cen výrobců* vyjadřujícím změnu cen výrobců.

---

<sup>9</sup> BRČÁK J., SEKERKA B., *Makroekonomie*, s. 173

<sup>10</sup> REVENDA Z., *Centrální bankovníctví*, s. 295 - 296

### 3.3.2 Druhy inflace

Co se týče tempa růstu cen, můžeme inflaci dělit na<sup>11</sup>:

1. *mírnou inflaci*, kdy tempo růstu cen nepřekračuje tempo růstu výroby;
2. *pádovou inflaci*, kdy tempo růstu výroby nestačí tempu růstu cen a peníze tedy ztrácí kupní sílu;
3. *hyperinflaci*, při které je tempo růstu cen značné, ceny jsou nestabilní, reálné mzdy výrazně kolísají a peníze již nevykonávají své funkce.

Podle impulsu, který vede ke vzniku inflace, rozlišujeme:

1. *poptávkovou inflaci*;
2. *nákladovou inflaci*.

Poptávkový inflační impulz vychází ze zvýšení některé ze složek agregátních výdajů (spotřeby, investic, státních výdajů či čistého exportu), které je doprovázeno růstem peněžní zásoby, jako nutné podmínky pro vznik inflace.

U nákladové inflace je impulzem jejího vzniku zvýšení nákladů (mzdových, zvýšení ceny některé základní suroviny). Podmínkou vzniku inflace je i zde růst peněžní zásoby.<sup>12</sup>

### 3.4 Základní aspekty cílování inflace

Jedním z hlavních znaků režimu inflačního cílování je veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle nebo posloupnosti cílů. Cíle mohou být stanoveny ke konkrétnímu období, nebo mají podobu průběžného pásma.<sup>13</sup>

Dalšími významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie či využívání prognózy inflace.

---

<sup>11</sup> BRČÁK J., SEKERKA B., *Makroekonomie*, s.176

<sup>12</sup> HOLMAN R., *Ekonomie*, s. 550 - 555

<sup>13</sup> klesajícího či horizontálního

Tento režim vyžaduje poměrně značné množství informací. Vedle informací o měnovém kurzu či peněžních agregátech jsou zkoumány nominální a reálné úrokové míry, hospodaření veřejných rozpočtů, ceny výrobců, proměnné z trhu práce a další. Předpokládá se tedy schopnost předpovědět budoucí vývoj výše zmíněných makroekonomických veličin.

Režim cílování inflace umožňuje autonomní řízení měnové politiky. Výhodou je i transparentnost měnové politiky, která zvyšuje její srozumitelnost pro veřejnost, což se příznivě promítá do růstu kredibility centrální banky. Další výhodou je i střednědobý charakter. To lépe odpovídá velkým zpožděním dopadů realizovaných opatření na vývoj inflace.

Cílování inflace má však i své nevýhody. Jednou z nich je ta, že centrální banka nemůže ovlivnit všechny položky, které jsou zahrnovány do CPI. A právě CPI primárně utváří inflační očekávání. Je vhodné zmínit také možnost odchylného vývoje inflace ve srovnání s její předpovědí. To pak vede ke zvýšeným nárokům na komunikaci centrální banky s veřejností.<sup>14</sup>

#### ***3.4.1 Měnové režimy před zavedením cílování inflace***

Během existence České republiky můžeme rozlišit tři etapy, pro které jsou charakteristické tři různé měnové režimy. Režim, který kombinoval kurzový závěs s měnovou politikou založenou na cílování měnových agregátů, byl používán od počátku transformace do měnových turbulencí v květnu 1997. V dalším období, do konce roku 1997, se upustilo od kurzového závěsu. Byl nahrazen řízeným plováním a cílována byla pouze peněžní zásoba. Od 1. 1. 1998 je používán režim cílování inflace.<sup>15</sup>

#### ***3.4.2 Důvody pro zavedení režimu inflačního cílování***

V roce 1997 po měnových turbulencích ztratila měnová politika dosavadní nominální kotvu v podobě kurzové veličiny. ČNB se tak rozhodla následovat země, které byly nuceny opustit režim fixního kurzu, a přešla k režimu cílování inflace.

---

<sup>14</sup> ČNB, *Cílování inflace v České republice*, s. 5

<sup>15</sup> ČNB, *Cílování inflace v České republice*, s. 6

Dalším důvodem pro zavedení tohoto režimu byla poměrně vysoká cenová hladina, která přetrvávala z minulých let. Od poloviny roku 1997 došlo k značnému zvýšení inflačních tlaků a cenových indexů. Zavedením režimu inflačního cílování se měla překonat setrvačnost vysoké inflace a obnovit proces směřující k jejímu poklesu. Velký význam mělo formování inflačních očekávání. Hlavním úkolem bylo přesvědčit účastníky trhu, že nenastane další růst inflace.

Významnou roli sehrály i zkušenosti z vývoje ve světové ekonomice. Zemím<sup>16</sup>, které zavedly režim cílování inflace, se podařilo během 90. let dosáhnout výrazně nižších hladin inflace.<sup>17</sup>

### **3.4.3 Předpoklady pro účinné cílování inflace**

Aby byl režim inflačního cílování úspěšný, musí být splněny určité nezbytné výchozí předpoklady.

Prvním předpokladem je priorita cenové a měnové stability. Tu musí vzít za své jak účastníci trhu, tak i jednotlivé vrstvy společnosti.

Významné je také, do jaké míry je existující makroekonomický a institucionální rámec slučitelný s principy režimu cílování inflace. Z tohoto pohledu byly předpoklady poměrně příznivé. Centrální banka byla při provádění měnové politiky nezávislá, byla zachována fiskální disciplína, existovaly dostatečně vyvinuté finanční trhy.<sup>18</sup>

### **3.4.4 Omezující faktory**

Na konci roku 1997 splňovala česká ekonomika zásadní předpoklady pro implementaci režimu inflačního cílování. Přesto však existovala určitá omezení.

V případě české ekonomiky šlo o snahu snížit dvoumístné hodnoty cenových indexů za podmínek akcelerující inflace.

Česká ekonomika stále procházela transformací, nebyla dokončena restrukturalizace, pokračovaly institucionální změny, nebyly odstraněny regulované ceny.

---

<sup>16</sup> např. Nový Zéland, Kanada, Velká Británie, Švédsko, Finsko, Španělsko

<sup>17</sup> ČNB, *Cílování inflace v České republice*, s. 9

<sup>18</sup> ČNB, *Cílování inflace v České republice*, s. 10

Česká ekonomika byla značně otevřená. Změny devizového kurzu a externí šoky měly proto poměrně velký vliv na vývoj domácí cenové hladiny. Značné výkyvy ve světové ekonomice tyto důsledky ještě více prohloubily.<sup>19</sup>

### 3.4.5 Cíl inflačního cílování

Dne 8. 3. 1999 bankovní rada ČNB schválila dlouhodobou měnovou strategii. V tomto dokumentu byl také formulován dlouhodobý inflační cíl a sice jako index meziroční čisté inflace 2 % ± 1 procentní bod (p.b.). Tento cíl měl být dosažen v roce 2005.

Index čisté inflace je odvozený z celkového CPI, do kterého nejsou zahrnuty regulované ceny a ceny ovlivněné administrativními opatřeními. Je očištěn i o vliv změn nepřímých daní.

Stanovení cílů pro dílčí časová období a jejich následná realizace nesmí zakládat akceleraci inflace a zároveň nesmí směřovat pod úroveň cenové stability.

Pro konec roku 2001 byl cíl pro meziroční čistou inflaci stanoven na úrovni 3 % ± 1 p.b.<sup>20</sup>

**tabulka 1: Inflační cíle ČNB**

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

**Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)**

Pro období leden 2002 až prosinec 2005 vyhlásila ČNB inflační cíl v podobě průběžného pásma. Pásmo mělo rovnoměrně klesat z úrovně 3 – 5 % v lednu 2002 na úroveň 2 – 4 % v prosinci 2005. Již se však nejednalo o čistou inflaci, ale o inflaci celkovou.

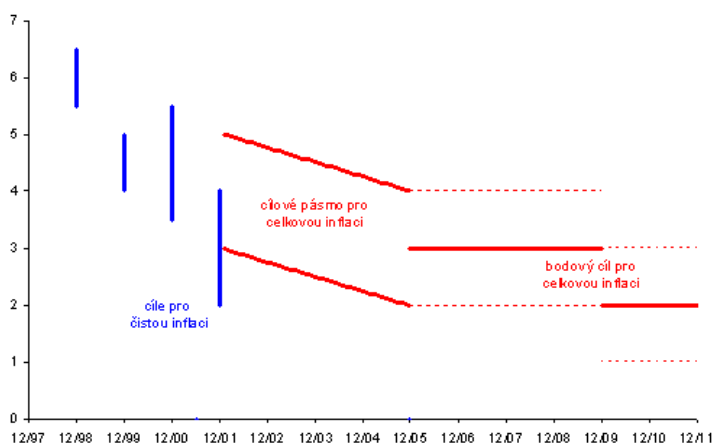
<sup>19</sup> ČNB, *Cílování inflace v České republice*, s. 10 - 11

<sup>20</sup> ČNB, *Stanovení inflačního cíle pro rok 2001*, s. 6

S platností od 1. 1. 2006 vyhlásila ČNB nový inflační cíl, a sice meziroční přírůstek CPI ve výši 3 %. Skutečná hodnota inflace se od cíle neměla lišit o více než 1 p.b. na obě strany. Takto stanovený cíl měl platit až do přistoupení České republiky do eurozóny.

Koncem roku 2006 byl však termín přijetí eura posunut až za rok 2010. Vystaly tak otázky, zda bude nastavení inflačního cíle odpovídat očekávanému vývoji české ekonomiky také po roce 2010. Do konce roku 2010 měla být deregulována většina cen či harmonizovány nepřímé daně. Za zmínku stojí také skutečnost, že česká ekonomika dosahovala vysokých temp růstu i při poměrně nízké míře inflace a mírném posilování nominálního kurzu koruny. ČNB se tak rozhodla vyhlásit nový inflační cíl jako meziroční přírůstek CPI ve výši 2 %. Skutečná hodnota inflace se opět neměla lišit o více než 1 p.b. na obě strany. Nový inflační cíl je platný od 1. 1. 2010.<sup>21</sup>

**graf 1: Inflační cíle ČNB**



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

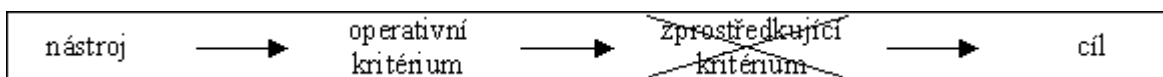
### 3.4.6 Transmisní mechanismus

Transmisní mechanismus představuje řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení měnověpolitických nástrojů vedly k žádoucím změnám inflace.

V případě cílování inflace se centrální banka snaží dosáhnout konečného cíle, tedy určité výše inflace, prostřednictvím operačního cíle či posloupnosti cílů, a ne jen pomocí zprostředkujících cílů. Nástrojem jsou zde operace na volném trhu.

<sup>21</sup> ČNB, *Cílování inflace v ČR*, online: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)

**schéma 1: Transmisní mechanismus cílování inflace (vlastní tvorba)**



Přesněji, po vyhlášení konkrétního cíle pro výši inflace centrální banka ovlivňuje tržní krátkodobou úrokovou míru, operační cíl, tím způsobem, aby se inflace dostala do cílového koridoru.

Například zvýšením repo sazby<sup>22</sup> dojde prostřednictvím transmisního mechanismu většinou k oslabení agregátní poptávky, to poté vede k oslabení cenového růstu. Snížení repo sazby má opačný účinek. Pokud centrální banka očekává, že v budoucnosti budou převažovat inflační vlivy, které vychýlí inflaci nad cílovanou hodnotu, znamená to, že by měla být měnová politika více restriktivní.<sup>23</sup>

### **3.4.7 Prognóza inflace**

Při cílování inflace se ČNB řídí předpovědí budoucího vývoje inflace. Ta vychází ze současné situace, dosavadního vývoje, z předpokladů budoucího vývoje a z několika modelů české ekonomiky. Modely vychází z poznatků ČNB, např. s jakým zpožděním a jak silně se v inflaci projeví vývoj ve vnějším prostředí<sup>24</sup>, různá administrativní rozhodnutí či změny úrokových měr.<sup>25</sup>

---

<sup>22</sup> Repo sazba se využívá při repo operacích, kdy ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a bankám předává dohodnuté cenné papíry. Po uplynutí doby splatnosti ČNB vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok. Věřitelská banka vrátí ČNB poskytnutý cenné papíry. Základní doba trvání těchto operací je 14 dní.

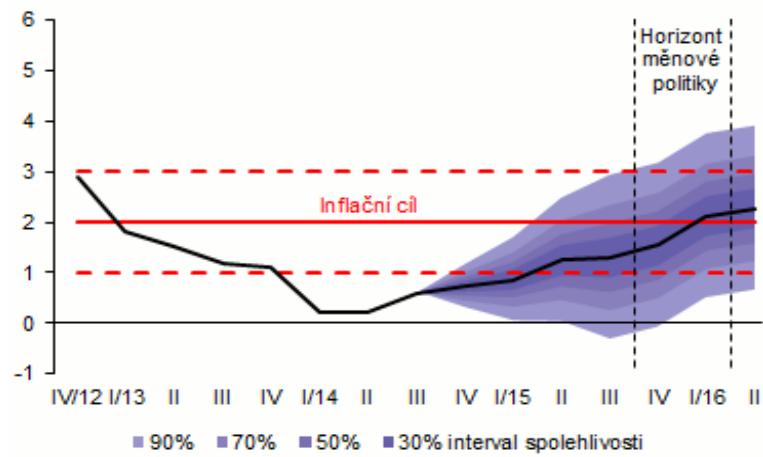
<sup>23</sup> ČNB, *Cílování inflace v ČR*, online: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)

<sup>24</sup> např. růst světových cen surovin, hospodářský růst v zahraničí

<sup>25</sup> JÍLEK J., *Peníze a měnová politika*, s. 504 - 505



graf 2: Prognóza inflace na horizontu měnové politiky



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Graf znázorňuje, s jakou pravděpodobností se bude vyvíjet inflace spotřebitelských cen (meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen) do druhého čtvrtletí 2016.

## 4 Analýza úspěšnosti cílování inflace ze strany ČNB

Úspěšnost inflačního cílování ČNB se pokusím znázornit pomocí odchylek od stanovených inflačních cílů. Pokud budou odchylky v průběhu času klesat, můžeme říci, že je měnový režim cílování inflace úspěšný.

### 4.1 Rok 1998

V prosinci roku 1998 mělo být dosaženo indexu meziroční čisté inflace v rozmezí 5,5 - 6,5 %. Plnění tohoto cíle znázorňuje níže uvedená tabulka.

tabulka 2: Čistá inflace v roce 1998

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

Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Z tabulky je patrné, že míra čisté inflace v průběhu roku 1998 výrazně klesla až na prosincovou hodnotu 1,7 %. Stanovený cíl se podařilo naplnit v polovině roku. Na konci roku byly hodnoty čisté inflace mnohem nižší (1,7 %) než byl stanovený inflační cíl s dolní hodnotou 5,5 %. V tomto roce nebyla ČNB s dosažením inflačního cíle úspěšná.

Klesající meziroční růst spotřebitelských cen v prvních třech čtvrtletích byl způsoben snižujícím se meziročním růstem čisté inflace a regulovaných cen. Ve čtvrtém čtvrtletí převýšil vliv poklesu čisté inflace, což bylo způsobeno převážně snížením cen potravin.<sup>26</sup>

<sup>26</sup> ČNB, *Zpráva o inflaci leden 1999*, s. 4

## 4.2 Rok 1999

V prosinci roku 1999 měl mít index meziroční čisté inflace podobu 4 - 5 %. Hodnoty čisté inflace se však stejně jako v druhé polovině roku 1998 pohybovaly pod stanoveným inflačním cílem.

**tabulka 3: Čistá inflace v roce 1999**

UKAZATEL	SKUTEČNOST																						
	12/98	3/99	4/99	5/99	6/99	7/99	8/99	9/99	10/99	11/99	12/99												
MEZIROČNÍ ZMĚNA SPOTŘEBITELSKÝCH CEN	6.8	2.6	2.5	2.4	2.2	1.1	1.4	1.2	1.4	1.0	2.5												
v tom:	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl	podíl												
Regulované ceny	20.4	4.73	11.7	2.87	11.1	2.75	11.1	2.74	11.0	2.72	4.4	1.13	4.3	1.12	4.3	1.12	4.2	1.08	4.2	1.08	4.2	1.09	
Vliv nepřímých daní v nereg. cenách	0.73	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.32	0.32	0.32	0.32	0.32												
Čistá inflace	1.7	1.32	-0.4	-0.33	-0.3	-0.21	-0.5	-0.37	-0.6	-0.49	-0.5	-0.36	-0.1	-0.06	-0.3	-0.21	0.0	0.02	0.6	0.47	1.5	1.14	
z toho:																							
- ceny potravin	-1.2	-0.38	-4.0	-1.25	-4.3	-1.34	-4.8	-1.48	-5.0	-1.53	-4.8	-1.44	-4.1	-1.24	-4.1	-1.24	-3.6	-1.09	-2.4	-0.71	-0.7	-0.22	
- korigovaná inflace	3.7	1.70	2.1	0.92	2.5	1.13	2.5	1.11	2.3	1.04	2.5	1.08	2.7	1.17	2.3	1.04	2.5	1.11	2.8	1.17	3.0	1.35	
MÍRA INFLACE (roční klouzavý průměr)	10.7	8.0	7.1	6.3	5.5	4.7	4.1	3.4	2.9	2.5	2.1												

Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V roce 1999 se ČNB nepodařilo ani v jednom měsíci přiblížit stanovenému cíli, přesněji, hodnoty čisté inflace byly vždy nižší než stanovený cíl.

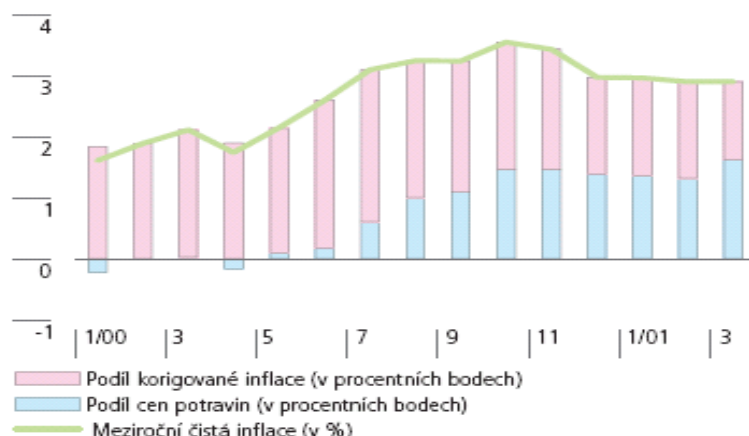
V průběhu druhého a třetího čtvrtletí 1999 dosahovala meziroční čistá inflace záporných hodnot. K tomuto trendu přispěl hlavně opětovný pokles cen potravin. Zlom nastal v říjnu 1999 a ve čtvrtém čtvrtletí již meziroční čistá inflace dosahovala kladných hodnot, jelikož došlo k výraznějšímu snížení meziročního poklesu cen potravin.<sup>27</sup>

## 4.3 Rok 2000

V prosinci roku 2000 mělo být dosaženo indexu meziroční čisté inflace v rozmezí 3,5 - 5,5 %. Spodní hodnota inflačního cíle se tak opět o něco snížila. Plnění cíle znázorňuje níže uvedený graf.

<sup>27</sup> ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2000*, s. 11 - 13

graf 3: Čistá inflace v roce 2000



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V první polovině roku 2000 se opět hodnoty čisté inflace nacházely pod stanoveným inflačním cílem. Změna nastala v druhé polovině roku 2000, kdy se čistá inflace dostala do stanoveného rozmezí. V prosinci roku 2000 byla hodnota čisté inflace těsně pod stanoveným inflačním cílem.

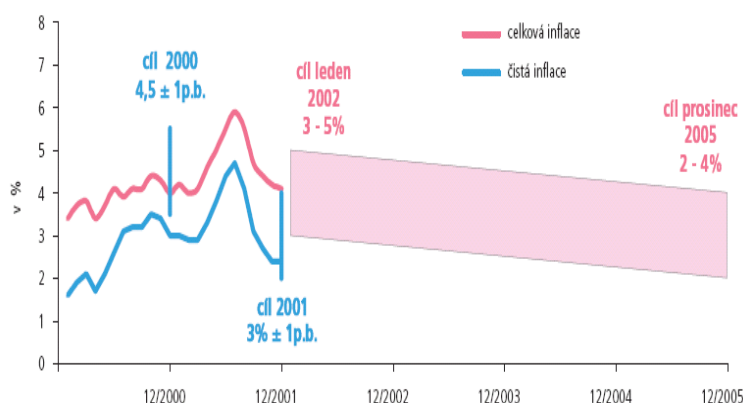
Ve třetím čtvrtletí došlo ke změně podílu cen potravin a regulované inflace na meziroční čisté inflaci, kdy se zvýšil vliv cen potravin při poklesu hodnot korigované inflace. Zatímco ve čtvrtém čtvrtletí ještě převyšoval vliv korigované inflace, v březnu roku 2001 byl již podíl cen potravin na dosažené čisté inflaci vyšší. Tato změna byla způsobena oslabujícím vlivem vnějších nákladových tlaků, které se prosazují především prostřednictvím korigované inflace, a současně přetrvávajícími nákladovými tlaky ze strany zemědělských výrobců.<sup>28</sup>

#### 4.4 Rok 2001

Pro konec roku 2001 byl cíl pro meziroční čistou inflaci stanoven na úrovni 3 %  $\pm$  1 p.b., tedy rozmezí 2 - 4 %. Níže uvedený graf deklaruje jeho úspěšné splnění.

<sup>28</sup> ČNB, *Zpráva o inflaci duben 2001*, s. 8 - 9

**graf 4: Čistá inflace v roce 2001**



**Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)**

Skutečná čistá inflace v prosinci 2001 činila 2,4 %, inflační cíl byl tedy splněn. Téměř po celý rok 2001 se ČNB dařilo dosahovat stanového inflačního cíle.

Na splnění inflačního cíle pro prosinec 2001 mělo největší vliv měnověpolitické rozhodování ČNB. *“Středová hodnota prognózy inflace pro prosinec 2001, která byla zveřejněna ve Zprávě o inflaci v říjnu 2000, se téměř shodovala se středem inflačního cíle pro prosinec 2001. Proto bankovní rada ČNB ve druhém pololetí 2000 neměnila nastavení měnověpolitických úrokových sazeb.”*<sup>29</sup>

**tabulka 4: Prognóza čisté inflace pro konec roku 2001**

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

**Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)**

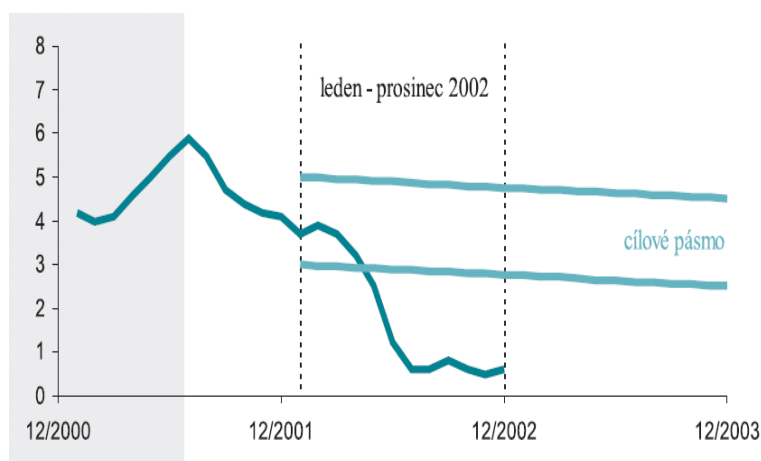
Dle výše uvedené tabulky byla skutečná hodnota meziroční čisté inflace v prosinci 2001 o 0,7 p.b. nižší, než jak předpovídala prognóza z října 2000. Tato odchylka byla převážně způsobena neočekávaně výrazným poklesem cen pohonných hmot.

<sup>29</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2001*, s. 50 - 51

## 4.5 Období 2002 - 2005

Pro období leden 2002 až prosinec 2005 vyhlásila ČNB inflační cíl v podobě průběžného pásma. Pásmo mělo rovnoměrně klesat z úrovně 3 – 5 % v lednu 2002 na úroveň 2 – 4 % v prosinci 2005. Již se však nejednalo o čistou inflaci, ale o inflaci celkovou.

graf 5: Plnění inflačního cíle v roce 2002



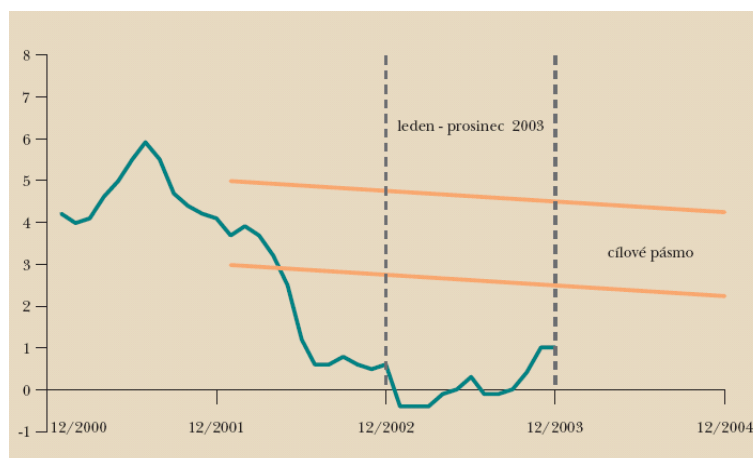
Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Graf znázorňuje, že inflační cíl pro **rok 2002** byl splněn pouze v prvních čtyřech měsících. Po zbytek roku byla inflace pod stanoveným cílovým pásmem.

*“Za velkou částí „podstřelení“ inflačního cíle v průběhu roku 2002 stojí nenaplnění předpokladů prognóz o vývoji exogenních faktorů (cen potravin a regulovaných cen) a devizového kurzu.”<sup>30</sup>*

<sup>30</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2002*, s. 47

graf 6: Plnění inflačního cíle v roce 2003

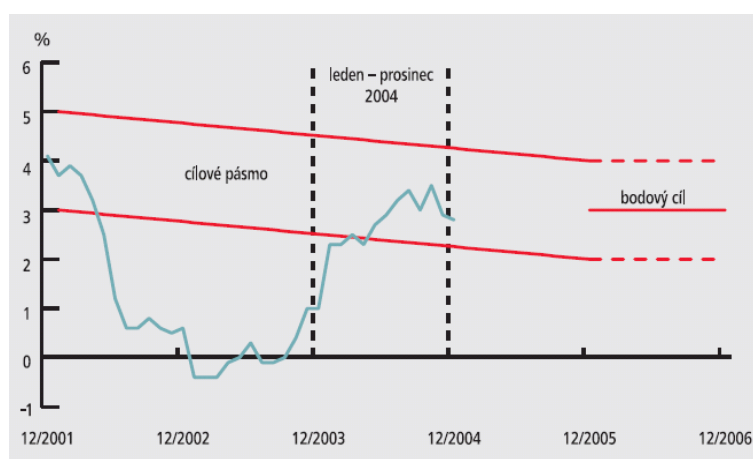


Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Po celý rok 2003 nedošlo ke splnění stanoveného inflačního cíle. Celoroční hodnoty inflace se vždy pohybovaly pod požadovaným inflačním pásmem. Opět tedy došlo k „podstřelení“ inflačního cíle.

Hlavní příčinou „podstřelení“ inflačního cíle byla skutečnost, že se nenaplnila očekávání ohledně vnějších faktorů, šlo o slabší zahraniční poptávku, nižší cenový růst v zahraničí, klesající ceny zemědělských výrobců, nižší růst regulovaných cen či pevnější kurz koruny vůči euru a dolaru.<sup>31</sup>

graf 7: Plnění inflačního cíle v roce 2004



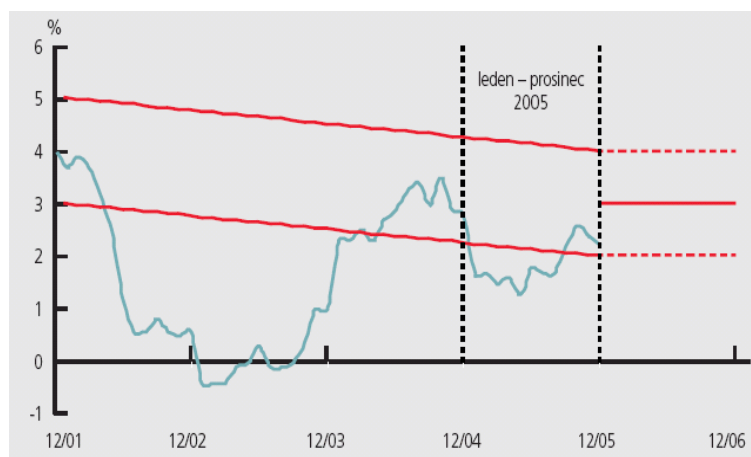
Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

<sup>31</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2003*, s. 16

**Rok 2004** byl z hlediska plnění stanoveného inflačního cíle poměrně úspěšný. Z počátku roku byla sice inflace lehce pod hranicí cílového inflačního pásma, v následujících měsících se však inflace dostala do požadovaného koridoru.

Růst inflace v roce 2004 byl ovlivněn převážně úpravami nepřímých daní.<sup>32</sup> Tyto úpravy pak vedly k růstu cen dotčených položek i celkových inflačních očekávání. Na růstu celkových inflačních očekávání se podepsaly i obavy veřejnosti z cenových dopadů po vstupu České republiky do Evropské unie. K růstu inflace přispěl také růst cen zemědělských výrobců. Vývoj inflace v zásadě odpovídal prognózám inflace pro toto období.<sup>33</sup>

**graf 8: Plnění inflačního cíle v roce 2005**



**Zdroj:** [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V porovnání s rokem 2004 byla inflace v **roce 2005** nižší. Graf ukazuje, že v prvních osmi měsících se pohybovala pod dolní hranicí cílového pásma a až v následujících měsících dolní hranici překročila.<sup>34</sup> Inflace tak po roce klesla pod hranici 2 %.

<sup>32</sup> zvýšení spotřebních daní na cigarety, alkohol a benzín, přesun některých položek služeb ze snížené do základní sazby DPH, snížení základní sazby DPH z 22 % na 19 %

<sup>33</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2004*, s. 19

<sup>34</sup> v říjnu 2005 dosáhla inflace hodnoty 2,6 %.



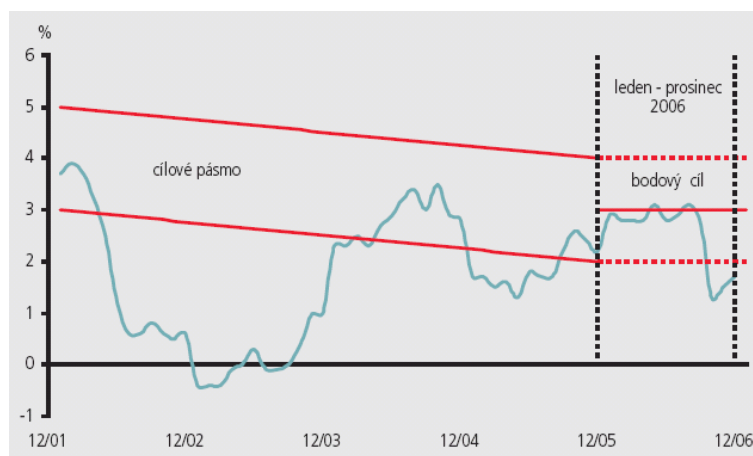
K nižší inflaci přispěly klesající<sup>35</sup> ceny potravin, nižší rozsah úprav nepřímých daní s porovnáním s předchozím rokem. Opačný vliv měly regulované ceny<sup>36</sup> a ceny pohonných hmot, které byly ovlivněny růstem cen energetických surovin na světových trzích.

Vývoj inflace byl v roce 2005 nižší, než jak předpokládaly prognózy z roku 2004. To se nejvíce projevilo v prvních osmi měsících roku 2005. Neplnění prognóz bylo způsobeno převážně mírnějším růstem korigované inflace<sup>37</sup>, pevnějším kurzem koruny, nižšími než předpokládanými cenami potravin či odložením změn nepřímých daní.<sup>38</sup>

#### 4.6 Období 2006 - 2009

S platností od 1. 1. 2006 vyhlásila ČNB nový inflační cíl, a sice meziroční přírůstek CPI ve výši 3%. Skutečná hodnota inflace se od cíle neměla lišit o více než 1 p.b. na obě strany. Takto stanovený inflační cíl platil do konce roku 2009.

graf 9: Plnění inflačního cíle v roce 2006



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Po většinu **roku 2006** byla inflace vyšší než v roce 2005. Svými hodnotami se však pohybovala v blízkosti stanoveného bodového inflačního cíle, tedy kolem 3 %. Změna

<sup>35</sup> či jen mírně rostoucí

<sup>36</sup> zvýšení cen telekomunikačních služeb, cen zemního plynu a koncesionářských televizních a rozhlasových poplatků

<sup>37</sup> bez pohonných hmot

<sup>38</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2005*, s. 18

nastala ve čtvrtém čtvrtletí, kdy došlo k prudkému poklesu inflace až pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle.

K růstu inflace v prvních devíti měsících roku 2006 přispělo převážně zrychlení růstu cen elektřiny, tepla a zemního plynu. Výrazný pokles inflace ve čtvrtém čtvrtletí byl zapříčiněn poklesem růstu regulovaných cen v oblasti bydlení, vody, energie a paliva. To souviselo se zklidňujícím se vývojem světových cen energetických surovin.<sup>39</sup>

**graf 10: Plnění inflačního cíle v roce 2007**



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Dle znázorněného grafu v průběhu **roku 2007** inflace postupně rostla a přibližovala se stanovenému inflačnímu cíli. V posledním čtvrtletí růst spotřebitelských cen zrychlil a inflace se dostala nad horní okraj tolerančního pásma.

Vývoj spotřebitelských cen v roce 2007 byl ovlivněn převážně cenami potravin, regulovanými cenami a změnami nepřímých daní.<sup>40</sup>

<sup>39</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2006*, s. 21

<sup>40</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2007*, s. 18

graf 11: Plnění inflačního cíle v roce 2008



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V roce 2008 eskalovala světová finanční a hospodářská krize, která ovlivnila i ekonomický vývoj v České republice. To se nejvíce projevilo v posledním čtvrtletí, kdy výrazně klesla inflace, propadl se hospodářský růst, došlo k oslabení kurzu koruny. ČNB na tento nepříznivý vývoj reagovala snížením úrokových sazeb, celkově o 1,5 p.b.

Inflace na počátku roku 2008 dále výrazně rostla. Následně po většinu roku inflace velmi pozvolna klesala. K výraznému zpomalení růstu spotřebitelských cen došlo až s odezníváním inflačních dopadů a snížením cen komodit na světových trzích v závěru roku. Inflace se tak po třinácti měsících vrátila zpět do tolerančního pásma inflačního cíle.

Vývoj inflace v roce 2008 byl převážně ovlivněn administrativními vlivy (regulovanými cenami a změnami nepřímých daní).

K rychlému růstu regulovaných cen významně přispělo zvyšování nájemného, růst cen plynu, tepla a elektrické energie a také i zavedení zdravotnických poplatků.

Změny nepřímých daní (zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 % a spotřebních daní na tabákové výrobky) inflaci také významně ovlivnily.

K růstu inflace přispěly i vyšší ceny potravin a pohonných hmot. K jejich zvýšení došlo vlivem prudkého nárůstu světových cen zemědělských a energetických surovin. Jejich následný pokles poté přispěl k rychlému snížení inflace ke stanovenému inflačnímu cíli.<sup>41</sup>

<sup>41</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2008*, s. 17

**graf 12: Plnění inflačního cíle v roce 2009**



**Zdroj:** [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

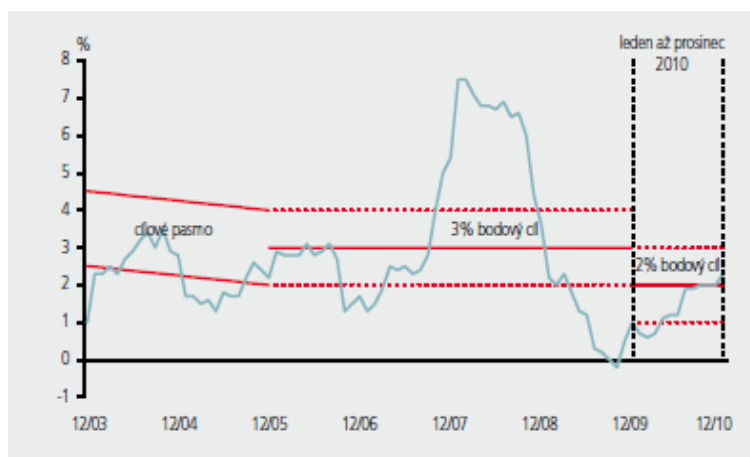
V roce 2009 stále přetrvávala světové finanční a hospodářské krize. Inflace postupně klesala a v říjnu dosáhla až mírně záporné hodnoty, viz výše uvedený graf. Ve zbývajících měsících roku došlo opět k růstu spotřebitelských cen, i tak se ale inflace nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle. ČNB na tento vývoj reagovala výrazným snižováním klíčových úrokových sazeb.<sup>42</sup>

#### **4.7 Období 2010 – 2014**

S účinností od roku 2010 snížila ČNB inflační cíl (meziroční přírůstek CPI) na 2 % s nezměněným tolerančním pásmem  $\pm 1$  p.b. Toto snížení bylo zveřejněno v březnu 2007.

<sup>42</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2009*, s. 20

graf 13: Plnění inflačního cíle v roce 2010



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V roce 2010 se česká ekonomika zotavovala z důsledků světové finanční a hospodářské krize. Naše ekonomika pozvolně rostla, ale nedosahovala tempa růstu z let 2005 – 2007.

Inflace se v prvním čtvrtletí pohybovala lehce pod dolní hranicí tolerančního pásma. Od poloviny roku se již pohybovala v blízkosti stanoveného dvouprocentního cíle. ČNB tak opět snížila klíčové úrokové sazby o dalších 0,25 p.b. (s výjimkou diskontní sazby, ta zůstala na 0,25 %).<sup>43</sup>

graf 14: Plnění inflačního cíle v roce 2011



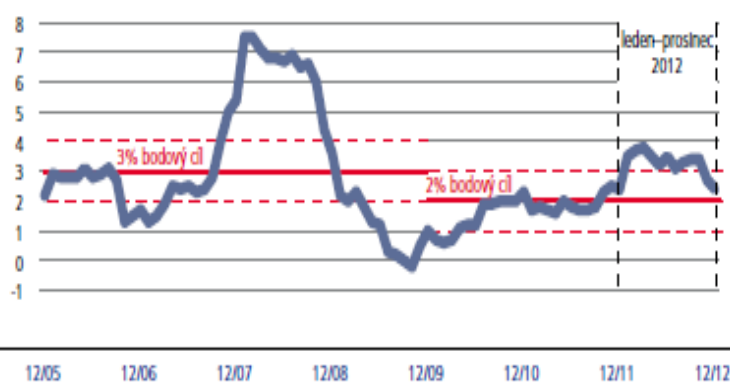
Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

<sup>43</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2010*, s. 20

V průběhu **roku 2011** se inflace pohybovala kolem stanoveného inflačního cíle, tedy kolem 2 %. K jejímu růstu nad 2 % došlo ke konci roku, kdy se s předstihem promítlo plánované zvýšení sazby DPH od 1. 1. 2012 do cen potravin.

Téměř po celý rok byly tedy inflační tlaky nevýrazné a za celý rok dosáhla míra inflace 1,9 %. K nízké inflaci přispěl i lehce posilující kurz koruny, který částečně tlumil cenové dopady vysokých světových cen komodit a potravin.<sup>44</sup>

**graf 15: Plnění inflačního cíle v roce 2012**



**Zdroj:** [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Graf znázorňuje, že se po většinu **roku 2012** celková inflace nacházela nad horní hranici tolerančního pásma, a to převážně na základě zvýšení snížené sazby DPH od 1. 1. 2012 a růstu světových cen komodit a dovozních cen. Vývoj české ekonomiky naopak působil proti zvyšování cen. Začal meziročně klesat a zpomalil růst mezd. Pokles ekonomické aktivity byl způsoben převážně klesající spotřebou domácností a vlády a útlumem investic do zásob.

Do stanoveného inflačního pásma se inflace vrátila až ke konci roku. Za celý rok 2012 dosáhla míra inflace 3,3 %.

ČNB postupně snížila základní úrokovou sazbu až na hodnotu 0,05 %. Na takto nízké úrovni chtěla ČNB sazbu držet, dokud nedojde k nárůstu inflačních tlaků.<sup>45</sup>

<sup>44</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2011*, s. 18

<sup>45</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2012*, s. 18

**graf 16: Plnění inflačního cíle v roce 2013**



**Zdroj:** [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

V roce 2013 se nacházela česká ekonomika v těžkých podmínkách. Klesl ekonomický růst, rostla nezaměstnanost, snižovaly se příjmy a spotřeba domácností, zisky a investice firem. ČNB očekávala, že inflace klesne pod stanovený cíl. V roce 2012 proto postupně snížila úrokové sazby (hlavní měnověpolitický nástroj) na hodnotu blízké nule (0,05 %) a oznámila, že je připravena použít další nástroje pro uvolnění měnové politiky, a to hlavně měnový kurz. V původní prognóze ČNB mělo toto opatření stačit k zastavení protiinflačních tlaků.

Protiinflační dopady hospodářské recese a útlumu na trhu práce vedly však spolu s poklesem cen surovin a energií ke snižování inflace.

Na začátku roku klesla inflace vlivem zvýšení nepřímých daní (obou sazeb DPH) lehce pod 2 %.

Z důvodu pokračujícího poklesu inflace ČNB upravila svou prognózu. Ta ukazovala na potřebu hypoteticky záporných měnověpolitických úrokových sazeb.

Bankovní rada ČNB proto rozhodla na svém listopadovém zasedání začít používat kurz koruny jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB chtěla intervenovat na devizovém trhu s cílem oslabit kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 korun za euro.

Dle ČNB by oslabení kurzu koruny přineslo potřebné uvolnění měnové politiky, snížilo by se riziko deflace, urychlil by se návrat inflace ke stanovenému cíli a podpořilo by se oživení ekonomické aktivity v roce 2014.

Okamžitě po oznámení rozhodnutí zahájit intervence (prodejem korun a nákupem cizích měn) došlo ke skokovému oslabení kurzu koruny téměř k hranici 27 korun za euro.

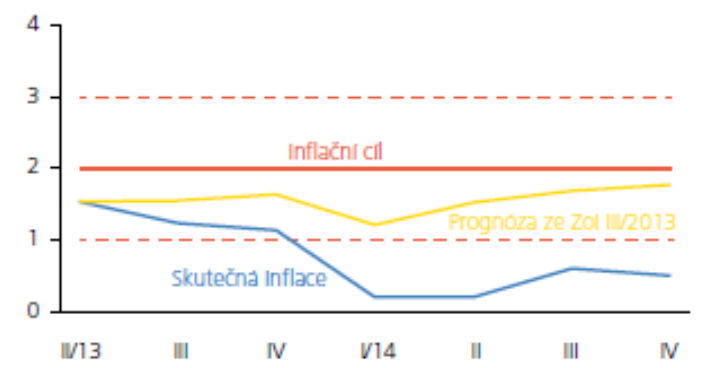
Kurz koruny brzy hladinu 27 korun za euro překonal a (již bez zásahů centrální banky) stabilizoval se na slabší úrovni.

Slabší kurz koruny měl podpořit poptávku po domácím zboží doma i v zahraničí. Domácnosti a firmy měly začít více spotřebovávat a investovat.

Vliv oslabeného kurzu se ve vývoji inflace a HDP projevil již v závěru roku 2013 a na počátku roku 2014. Inflace dle očekávání ČNB v lednu 2014 klesla na velmi nízké (ale kladné) hodnoty. V průběhu roku měla postupně růst a vrátit se ke stanovenému 2 % cíli.

Režim používání kurzu jako nástroje měnové politiky chtěla ČNB využívat přinejmenším do začátku roku 2015.<sup>46</sup>

**graf 17: Plnění inflačního cíle v roce 2014**



**Zdroj:** [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Jak ukazuje uvedený graf, inflace se v **roce 2014** nacházela hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma. V průběhu čtvrtého čtvrtletí vlivem poklesu cen pohonných hmot, potravin a regulovaných cen, klesala.

Měnověpolitická inflace<sup>47</sup> se v průběhu posledního čtvrtletí roku 2014 snižovala a v prosinci dosáhla lehce záporných hodnot. V průměru za čtvrté čtvrtletí 2014 dosáhla hodnoty 0,3 %. Nacházela se tedy hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle.<sup>48</sup>

<sup>46</sup> ČNB, *Výroční zpráva 2013*, s. 18 - 19

<sup>47</sup> inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní

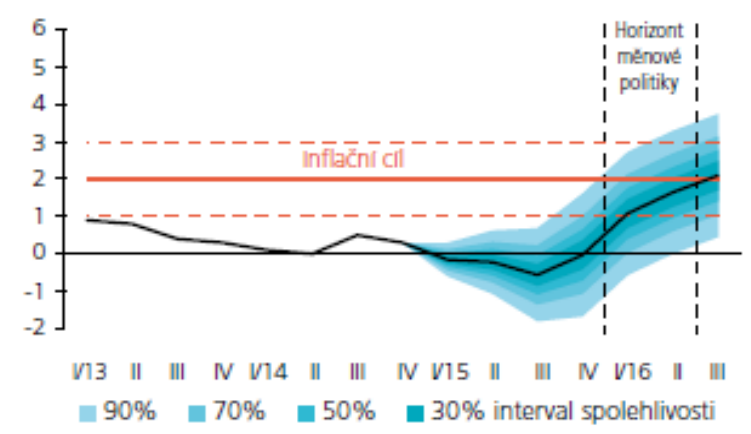
<sup>48</sup> ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2015*, s. 11, 29



## 4.8 Výhled na rok 2015

Prognóza ČNB očekává v roce 2015 nulové, přesněji mírně záporné, hodnoty celkové i měnověpolitické inflace. K jejich následnému zvýšení k 2% cíli by mělo dojít během roku 2016.

graf 18: Prognóza měnověpolitické inflace na rok 2015



Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Prognóza ČNB (do roku 2016) předpokládá, že celkové tlaky na růst spotřebitelských cen se v nejbližším období téměř vytráčí z důvodu poklesu výrobních cen v eurozóně a propadu světových cen energetických komodit.

Na zvyšování cen bude naopak působit pokračující růst domácí ekonomické aktivity a pozvolna zrychlující dynamika mezd. Regulované ceny budou letos nadále klesat. K jejich mírnému růstu dojde až v roce 2016. Obdobně to bude platit i pro ceny pohonných hmot.

Ceny potravin budou v nejbližším období klesat, a to v návaznosti na vývoj cen zemědělských výrobců.

Tržní úrokové sazby by měly zůstat stabilní, tedy setrvat na stávající velmi nízké úrovni.

V případě prognózy kurzu koruny vůči euru pro první čtvrtletí 2015 je zohledněno jeho oslabení v první polovině ledna. V dalších čtvrtletích se předpokládá jeho stabilita na obdobné úrovni jako v průběhu minulého roku, která je mírně slabší než vyhlášená hladina kurzového závazku 27 korun za euro. Prognóza dále předpokládá používání kurzu

jako nástroje měnové politiky do konce roku 2016. To by již mělo dojít k dostatečnému obnovení domácích inflačních tlaků v důsledku oživení ekonomiky a růstu mezd. Následovat by měl návrat do standardního režimu měnové politiky.<sup>49</sup>

---

<sup>49</sup> ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2015*, s. 11 - 14

## 5 Zhodnocení výsledků

Při srovnání cílů vytyčených ČNB a skutečné inflace zjistíme, že se ČNB dařilo cílovat inflaci se střídavými úspěchy.

Největší rozdíly mezi skutečnou inflací a cíli ČNB jsou patrné v letech 1998 – 1999, 2002 – 2003, 2005, 2008 – 2009, 2012 a 2014. Ve zbývajících letech se inflace pohybovala v souladu se stanovenými cíli.

Ekonomické šoky jsou jedním z hlavních důvodů vychylování inflace od cíle. Pokud na ně centrální banka nebude reagovat, uplatní tzv. výjimku z plnění inflačního cíle. Výjimka byla poprvé uplatněna v dubnu 2003 v souvislosti s dopady změn nepřímých daní. Obvykle jsou však šoky neočekávané.

Nenaplnění prognóz je dalším vysvětlením, proč se inflace lišila od stanoveného cíle. Prognózy ČNB jsou spojeny s vysokou mírou nejistoty. Účelem prognóz je stanovit pozici ekonomiky v hospodářském cyklu, odhadnout dopady šoků a rozpoznat z toho plynoucí tlaky na měnovou politiku.

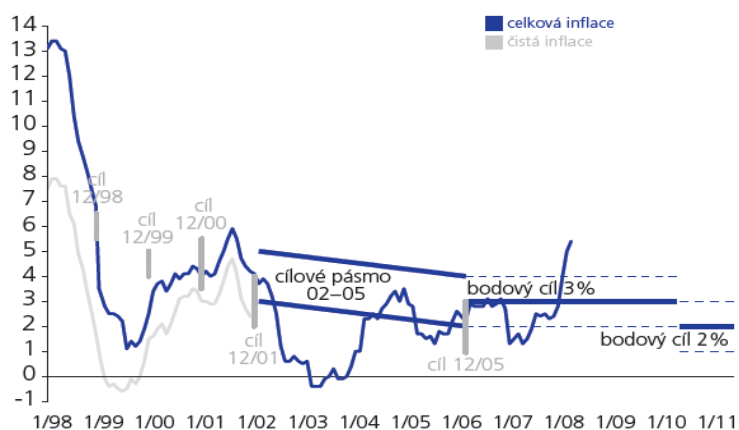
Významnou roli sehrála i nedokonalost predikčního aparátu ČNB, který se však postupem času vyvíjel a zdokonaloval.

Dalším důvodem pro nesplnění inflačních cílů může být neadekvátní vyhodnocení rizik prognózy při rozhodování o nastavení měnové politiky. Pro splnění inflačního cíle bylo třeba ještě nižších úrokových sazeb, než jak byly ve skutečnosti nastaveny bankovní radou na základě jejího posouzení rizik prognózy.<sup>50</sup>

---

<sup>50</sup> ČNB, *10 let cílování inflace 1998 – 2007*, s. 1 - 4

**graf 19: Plnění inflačních cílů 1998 - 2008**



**Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)**

Tento graf deklaruje výše uvedené skutečnosti, tedy jak byla ČNB úspěšná při plnění stanovených inflačních cílů za prvních 10 let fungování měnového režimu cílování inflace.

## 6 Závěr

Česká republika byla první ze zemí střední a východní Evropy, která přijala režim cílování inflace v podmínkách transformující se ekonomiky, kdy výchozí podmínky nebyly nikterak příznivé.

I přes dílčí neúspěchy ČNB při nenaplňování prognóz inflace, a tedy i inflačních cílů, můžeme považovat uplynulé roky v režimu cílování inflace za poměrně úspěšné.

Tento režim vyžaduje značné množství informací. Vedle informací o měnovém kurzu či peněžních agregátech jsou zkoumány nominální a reálné úrokové míry, hospodaření veřejných rozpočtů, ceny výrobců, proměnné z trhu práce a další. Předpokládá se tedy schopnost předpovědět budoucí vývoj výše zmíněných makroekonomických veličin. Plnění inflačních cílů navíc ČNB ztěžovaly neočekávané ekonomické šoky, počáteční nedokonalost predikčního aparátu či její chybné vyhodnocení rizik prognózy při rozhodování o nastavení měnové politiky.

Důležité také bylo, aby byla pro ČNB prioritou cenová a měnová stabilita. Tu museli vzít za své jak účastníci trhu, tak i jednotlivé vrstvy společnosti. Důležité bylo i to, do jaké míry byl existující makroekonomický a institucionální rámec slučitelný s principy režimu cílování inflace. Z tohoto pohledu byly předpoklady poměrně příznivé. ČNB byla (a stále je) při provádění měnové politiky nezávislá, byla zachovávána fiskální disciplína, existovaly dostatečně vyvinuté finanční trhy.

I přes veškeré výše uvedené komplikace se ČNB podařilo pomocí měnového režimu cílování inflace značně snížit vysokou míru inflace. Nyní má však před sebou ČNB novou výzvu, a to pomocí proinflačních opatření zamezit poklesu inflace a splnit tak stanovený dlouhodobý inflační cíl v podobě meziročního přírůstku CPI ve výši 2 % s tolerančním pásmem  $\pm 1$  p.b.

## 7 Seznam tabulek, schémat a grafů

tabulka 1: Inflační cíle ČNB .....	22
graf 1: Inflační cíle ČNB .....	23
schéma 1: Transmisní mechanismus cílování inflace (vlastní tvorba) .....	24
graf 2: Prognóza inflace na horizontu měnové politiky .....	25
tabulka 2: Čistá inflace v roce 1998 .....	26
tabulka 3: Čistá inflace v roce 1999 .....	27
graf 3: Čistá inflace v roce 2000 .....	28
graf 4: Čistá inflace v roce 2001 .....	29
tabulka 4: Prognóza čisté inflace pro konec roku 2001 .....	29
graf 5: Plnění inflačního cíle v roce 2002 .....	30
graf 6: Plnění inflačního cíle v roce 2003 .....	31
graf 7: Plnění inflačního cíle v roce 2004 .....	31
graf 8: Plnění inflačního cíle v roce 2005 .....	32
graf 9: Plnění inflačního cíle v roce 2006 .....	33
graf 10: Plnění inflačního cíle v roce 2007 .....	34
graf 11: Plnění inflačního cíle v roce 2008 .....	35
graf 12: Plnění inflačního cíle v roce 2009 .....	36
graf 13: Plnění inflačního cíle v roce 2010 .....	37
graf 14: Plnění inflačního cíle v roce 2011 .....	37
graf 15: Plnění inflačního cíle v roce 2012 .....	38
graf 16: Plnění inflačního cíle v roce 2013 .....	39
graf 17: Plnění inflačního cíle v roce 2014 .....	40
graf 18: Prognóza měnověpolitické inflace na rok 2015 .....	41
graf 19: Plnění inflačních cílů 1998 - 2008 .....	44

## 8 Seznam použitých zdrojů

### *Knižní zdroje:*

- BRČÁK J., SEKERKA B., *Makroekonomie*, Plzeň, 2010, 292 s., ISBN 978-80-7380-245-5
- ČNB, *Cílování inflace v České republice*, Česká národní banka, Praha, 2005, 17 s.
- HOLMAN R., *Ekonomie*, Praha, 2005, 709 s., ISBN 80-7179-891-6
- HOLMAN R., *Makroekonomie: středně pokročilý kurz*, Praha, 2010, 424 s., ISBN 978-80-7179-861-3
- JÍLEK J., *Peníze a měnová politika*, Praha, 2004, 744 s., ISBN 80-247-0769-1
- MANDEL M., TOMŠÍK V., *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*, Praha, 2003, 287 s., ISBN 80-7261-094-5
- REVENDA Z., *Bankovní regulace a dohled*, Praha, 1995, 198 s., ISBN 80-7079-486-0
- REVENDA Z., *Centrální bankovníctví*, Praha, 2011, 558 s., ISBN 978-80-7261-230-7
- SAMUELSON P. A., NORDHAUS W. D., *Ekonomie*, Praha, 2007, 775 s., ISBN 978-80-205-0590-3

### *Internetové zdroje:*

- ČNB, *Zpráva o inflaci leden 1999*, Česká národní banka, 1999, 84 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_leden/download/zoi\\_1999\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoi_1999_leden.pdf), [cit. 2015-02-12]
- ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2000*, Česká národní banka, 2000, 71 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2000/2000\\_leden/download/zoi\\_2000\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2000/2000_leden/download/zoi_2000_leden.pdf), [cit. 2015-02-13]
- ČNB, *Stanovení inflačního cíle pro rok 2001*, Česká národní banka, 2000, 7 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/strategicke\\_dokumenty/download/inflacni\\_cil\\_2001.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_2001.pdf), [cit. 2015-01-22]

- ČNB, *Zpráva o inflaci duben 2001*, Česká národní banka, 2001, 67 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2001/2001\\_duben/download/zoi\\_2001\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_duben/download/zoi_2001_duben.pdf), [cit. 2015-02-13]
- ČNB, *Výroční zpráva 2001*, Česká národní banka, 2002, 101 s. online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2001.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2001.pdf), [cit. 2015-02-14]
- ČNB, *Výroční zpráva 2002*, Česká národní banka, 2003, 149 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2002.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2002.pdf), [cit. 2015-02-14]
- ČNB, *Výroční zpráva 2003*, Česká národní banka, 2004, 98 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2003.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2003.pdf), [cit. 2015-02-14]
- ČNB, *Výroční zpráva 2004*, Česká národní banka, 2005, 112 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2004.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2004.pdf), [cit. 2015-02-15]
- ČNB, *Výroční zpráva 2005*, Česká národní banka, 2006, 114 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2005.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2005.pdf), [cit. 2015-02-15]
- ČNB, *Výroční zpráva 2006*, Česká národní banka, 2007, 121 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2006.pdf), [cit. 2015-02-15]
- ČNB, *Cílování inflace v ČR*, Česká národní banka, 2007, online: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html), [cit. 2015-01-21]
- ČNB, *Výroční zpráva 2007*, Česká národní banka, 2008, 133 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2007.pdf), [cit. 2015-02-16]
- ČNB, *10 let cílování inflace 1998 – 2007*, Česká národní banka, 2008, 14 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/10\\_let\\_inflacni\\_cileni\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf), [cit. 2015-01-18]
- ČNB, *Výroční zpráva 2008*, Česká národní banka, 2009, 81 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2008.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf), [cit. 2015-02-16]



- ČNB, *Výroční zpráva 2009*, Česká národní banka, 2010, 88 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2009.pdf), [cit. 2015-02-17]
- ČNB, *Výroční zpráva 2010*, Česká národní banka, 2011, 94 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2010.pdf), [cit. 2015-02-17]
- ČNB, *Výroční zpráva 2011*, Česká národní banka, 2012, 70 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2011.pdf), [cit. 2015-02-18]
- ČNB, *Výroční zpráva 2012*, Česká národní banka, 2013, 72 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2012.pdf), [cit. 2015-02-18]
- ČNB, *Výroční zpráva 2013*, Česká národní banka, 2014, 72 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2013.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava2013.pdf), [cit. 2015-02-19]
- ČNB, *Aktuální prognóza ČNB*, Česká národní banka, 2014, online: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/), [cit. 2015-01-25]
- ČNB, *Zpráva o inflaci leden 2015*, Česká národní banka, 2015, 92 s., online: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2015/2015\\_I/download/zoi\\_I\\_2015.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/download/zoi_I_2015.pdf), [cit. 2015-02-19]
- ČNB, *O ČNB*, Česká národní banka, 2015, online: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/), [cit. 2015-01-15]
- ČNB, *Jaké jsou režimy měnové politiky?*, Česká národní banka, 2015, online: [http://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html), [cit. 2015-01-20]