

**Česká zemědělská univerzita v Praze**  
**Provozně ekonomická fakulta**  
**Katedra ekonomických teorií**



## **Diplomová práce**

# **Vliv monetární politiky na reálný produkt**

**Vypracoval:**

**Vladimír Kryštofek**

**Vedoucí práce:**

**prof. RNDr. Bohuslav Sekerka, CSc.**

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Katedra ekonomických teorií

Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Kryštofek Vladimír

Podnikání a administrativa

Název práce

**Vliv monetární politiky na reálný produkt**

Anglický název

**Influence of monetary policy on real product**

### Cíle práce

Cílem práce je vymežit monetární politiku, její úlohu, její nástroje a vliv na základní makroekonomické ukazatele. Dalším cílem je popsat úlohu bankovního systému a centrálního bankovníctví v ekonomice státu. Cílem je rovněž určit možnosti centrálních bank ovlivnit ekonomiku státu náležitě do eurozóny. V analytické části je cílem rozebrat a porovnat vlivy monetárních politik České národní banky a Evropské centrální banky na ekonomiku vybraných států. Při tom se zaměřit na transmisní mechanismus.

### Metodika

Při zpracování bude využito dat o bankovním systému a o uplatňování nástrojů monetární politiky. Dále bude využito makroekonomických časových řad a dalších dostupných údajů. Budou použity publikace českých i zahraničních autorů týkajících se monetární politiky a makroekonomie.

### Harmonogram zpracování

1. Zápočet LS/2011: Vyhledání a studium literatury
2. Zápočet ZS/2012: Vypracování teoretické části
3. Zápočet LS2012: Vypracování analytické části a závěru

## Rozsah textové části

60 - 80 stran

## Klíčová slova

monetární politika, nástroje monetární politiky, bankovní systém, ČNB, ECB, měnová unie, euro, inflace, makroekonomické ukazatele, reálný produkt,

## Doporučené zdroje informací

DORNBUCH, R., FISHER, S., Makroekonomie. 6. vyd. Praha : SNP, 1994, 602 s. ISBN 80-04-25556-6.

FIALA, P., PITROVÁ, M., Evropská unie. 1. Brno, Centrum pro studium demokracie a kultury, 2003. 743 s. ISBN 80-7325-015-2.

FLAMMANT, M., Inflace. 1. vyd. Praha : HZ Praha, 1995. 127 s. ISBN 80-901918-4-3.

KUNERT, J., Centrální bankovníctví v českých zemích. Vyd. 1. Praha : Česká národní banka, 2008. 183 s. ISBN 978-80-87225-06-6.

MALINA, Jar., Národní hospodářství. Karel Engliš - (vybrané kapitoly), Economy. Karel English - (Selected chapters). Brno, Boskovice, Praha : Masarykova univerzita Brno, 1994. 336 s. ISBN 80-85834-09-X.

MANDEL, M., Centrální banka v otevřené ekonomice. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická, 1994. 192 s. ISBN 80-7079-784-3.

MERVART, J., České banky v kontextu světového vývoje. Praha : Lidové noviny, 1998. 162 s. ISBN 80-710-6236-7.

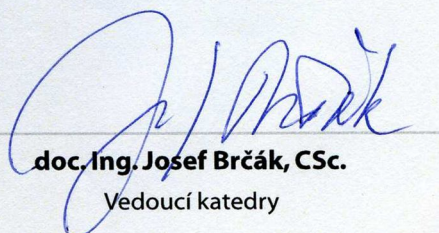
SEKERKA, B., Makroekonomie. Praha : ProfessConsulting, s.r.o., 2007. 488 s. ISBN 80-7259-050-2.

## Vedoucí práce


Sekerka Bohuslav, prof. RNDr., CSc.

## Termín odevzdání

březen 2012

  
**doc. Ing. Josef Brčák, CSc.**  
Vedoucí katedry



  
**prof. Ing. Jan Hron, DrSc., dr.h.c.**  
Děkan fakulty

### Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Vliv monetární politiky na reálný produkt" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové 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 diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 31.3.2013

---

**Vladimír Kryštofek**

## Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval vedoucímu práce prof. RNDr. Bohuslavu Sekerkovi, CSc. za poskytnutý čas během konzultací, cenné připomínky a odborné rady.

# Vliv monetární politiky na reálný produkt

## Souhrn

Tématem této diplomové práce je vliv monetární politiky na reálný produkt. Literární rešerše je zaměřena na definici monetární politiky a jejího vlivu na základní makroekonomické ukazatele, jako je reálný produkt nebo inflace. Monetární politika je nástrojem, který využívají banky k ovlivňování ekonomiky, proto je součástí teoretické části práce i definice bankovních systémů s bližším pohledem na Českou národní banku a na Evropskou centrální banku.

Stěžejním tématem analytické části práce je zhodnocení využívání nástrojů monetární politiky k ovlivňování cenové hladiny a reálného produktu ve vybraných letech v České republice a v Evropské hospodářské a měnové unii. Zpracování na základě faktických a statistických údajů je doplněno srovnávacími grafy a tabulkami v příloze. Součástí praktické části práce je rovněž otázka národních bank v Eurosystemu a jejich možnosti ovlivnit ekonomiku.

**Klíčová slova:** Monetární politika, bankovní systémy, národní hospodářství, inflace, měnová unie, ČNB, ECB

# Impact of Monetary Policy on Real Output

## Summary

The topic of this diploma thesis is the impact of monetary policy on real output. Exploration of fact is focused on definition of monetary policy and its influence on the basic macroeconomic indicators such as real output or inflation. Monetary policy is an instrument that is used by banks to influence the economy, therefore is part of the theoretical section the definition of banking systems with a closer look at the Czech National Bank and the European Central Bank.

The analytical part of this diploma thesis is to evaluate the use of the instruments of monetary policy to influence the price level and real output in the Czech Republic and the European Economic and Monetary Union in selected years. Analysis of factual and statistical values is supplemented by graphs comparative graphs and tables in Annex. There is also a question how the Eurosystem NCBs can affect the economy.

**Keywords:** Monetary policy, banking systems, economy, inflation, monetary union, CNB, ECB

# Obsah

<b>1</b>	<b>ÚVOD</b>	<b>- 5 -</b>
<b>2</b>	<b>CÍL PRÁCE A METODIKA</b>	<b>- 6 -</b>
<b>3</b>	<b>PŘEHLED ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY</b>	<b>- 7 -</b>
<b>3.1</b>	<b>Bankovní systémy a centrální banky</b>	<b>- 7 -</b>
3.1.1	Bankovní systémy	- 7 -
3.1.1.1	Centrální banky	- 8 -
3.1.2	Funkce centrální banky	- 9 -
3.1.2.1	Mikroekonomické funkce centrální banky	- 9 -
3.1.2.2	Makroekonomické funkce	- 11 -
3.1.3	Česká národní banka	- 13 -
3.1.3.1	Historie	- 13 -
3.1.3.2	Právní úprava	- 14 -
3.1.3.3	ČR a Evropská měnová unie	- 14 -
3.1.4	Evropský bankovní systém	- 15 -
3.1.4.1	Evropská centrální banka (ECB)	- 15 -
3.1.4.2	Právní úprava	- 16 -
3.1.4.3	Evropský systém centrálních bank (ESCB)	- 16 -
3.1.4.4	Postavení vůči jednotné monetární politice	- 17 -
<b>3.2</b>	<b>Nástroje monetární politiky</b>	<b>- 19 -</b>
3.2.1	Nepřímé nástroje	- 19 -
3.2.1.1	Operace na volném trhu	- 19 -
3.2.1.2	Diskontní nástroje	- 21 -
3.2.1.3	Kurzové intervence (intervence devizového kurzu)	- 23 -
3.2.1.4	Povinné minimální rezervy	- 23 -
3.2.1.5	Kapitálová přiměřenost	- 24 -
3.2.2	Přímé nástroje	- 24 -
3.2.2.1	Pravidla likvidity	- 24 -
3.2.2.2	Limity úvěrů bank (kontingenty)	- 25 -
3.2.2.3	Povinné vklady	- 25 -
3.2.2.4	Doporučení, výzvy a dohody	- 25 -
<b>3.3</b>	<b>Úloha monetární politiky a její vliv na základní makroekonomické ukazatele</b>	<b>- 26 -</b>
3.3.1	Úloha a cíle monetární politiky	- 26 -
3.3.2	Monetární expanze / restrikce	- 26 -
3.3.2.1	Keynesiánský přístup k měnové politice	- 28 -
3.3.2.2	Monetaristický přístup k měnové politice	- 29 -
3.3.2.3	Alternativní přístupy	- 32 -
3.3.3	Kombinace monetární a fiskální politiky	- 35 -
3.3.4	Inflace	- 36 -

3.3.3.1	Příčiny a léčení inflace	- 37 -
3.3.3.2	Důsledky inflace	- 41 -
3.3.3.3	Očekávaná a setrvačná inflace	- 42 -
<b>4</b>	<b>ANALYTICKÁ ČÁST</b>	<b>- 44 -</b>
<b>4.1</b>	<b>Monetární politika ČNB ve vybraných letech a její dopady na ekonomiku</b>	<b>- 44 -</b>
4.1.1	Ekonomický vývoj ČR v roce 1998	- 45 -
4.1.2	Ekonomický vývoj ČR v roce 1999	- 47 -
4.1.3	Ekonomický vývoj ČR v roce 2000	- 48 -
4.1.4	Ekonomický vývoj ČR v roce 2001	- 49 -
4.1.5	Ekonomický vývoj ČR v roce 2002	- 50 -
4.1.6	Ekonomický vývoj ČR v roce 2003	- 51 -
4.1.7	Ekonomický vývoj ČR v roce 2004	- 52 -
4.1.8	Ekonomický vývoj ČR v roce 2005	- 53 -
4.1.9	Ekonomický vývoj ČR v roce 2006	- 54 -
4.1.10	Ekonomický vývoj ČR v roce 2007	- 55 -
4.1.11	Ekonomický vývoj ČR v roce 2008	- 56 -
4.1.12	Ekonomický vývoj ČR v roce 2009	- 57 -
4.1.13	Ekonomický vývoj ČR v roce 2010	- 59 -
4.1.14	Ekonomický vývoj ČR v roce 2011	- 60 -
4.1.15	Ekonomický vývoj ČR v roce 2012	- 61 -
4.1.16	Zhodnocení ekonomického vývoje a predikce budoucích let	- 62 -
<b>4.2</b>	<b>Monetární politika ECB ve vybraných letech a její dopady na ekonomiku</b>	<b>- 66 -</b>
4.2.1	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 1999	- 67 -
4.2.2	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2000	- 67 -
4.2.3	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2001	- 68 -
4.2.4	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2002	- 69 -
4.2.5	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2003	- 70 -
4.2.6	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2004	- 71 -
4.2.7	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2005	- 72 -
4.2.8	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2006	- 72 -
4.2.9	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2007	- 73 -
4.2.10	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2008	- 74 -
4.2.11	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2009	- 75 -
4.2.12	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2010	- 76 -
4.2.13	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2011	- 77 -
4.2.14	Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2012	- 78 -
4.2.15	Predikce budoucího hospodářského vývoje eurozóny	- 79 -
<b>4.3</b>	<b>Národní centrální banky v Eurosystemu a jejich možnosti ovlivnit ekonomiku</b>	<b>- 80 -</b>
4.3.1	Slovenská republika	- 80 -
4.3.2	Estonsko	- 82 -
4.3.3	Řecko a evropská dluhová krize	- 83 -
4.3.4	Hospodářsky vyspělé státy	- 84 -
4.3.5	Shrnutí	- 85 -



<b>5</b>	<b>VÝSLEDKY A DISKUZE</b>	<b>- 86 -</b>
<b>6</b>	<b>ZÁVĚR</b>	<b>- 88 -</b>
<b>7</b>	<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZDROJŮ</b>	<b>- 91 -</b>
<b>8</b>	<b>PŘÍLOHY</b>	<b>- 101 -</b>

### **Seznam obrázků a tabulek**

OBRÁZEK Č. 1: MONETÁRNÍ EXPANZE	- 27 -
OBRÁZEK Č. 2: KOMBINACE MONETÁRNÍ A FISKÁLNÍ POLITIKY	- 35 -
OBRÁZEK Č. 3: INFLACE TAŽENÁ POPTÁVKOU	- 38 -
OBRÁZEK Č. 4: INFLACE TLAČENÁ NÁKLADY	- 40 -
OBRÁZEK Č. 5: SETRVAČNÁ INFLACE	- 42 -
OBRÁZEK Č. 6: ZDAŘILOST CÍLOVÁNÍ INFLACE V ČR V LETECH 1998 – 2012	- 45 -
OBRÁZEK Č. 7: POROVNÁNÍ VÝVOJE HICP ČESKÉ REPUBLIKY A EVROPSKÉ UNIE	- 63 -
OBRÁZEK Č. 8: VÝVOJ REÁLNÉHO HDP V ČR A EU	- 63 -
TABULKA Č. 1: VÝVOJ KRITERIÁLNÍCH UKAZATELŮ ČR	- 64 -
OBRÁZEK Č. 9: SROVNÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB A MEZIROČNÍ ZMĚNY HDP	- 65 -
OBRÁZEK Č. 10: HICP EUROZÓNY A ZÁKLADNÍ ÚROKOVÉ SAZBY ECB	- 66 -
OBRÁZEK Č. 11: RŮST REÁLNÉHO HDP SLOVENSKA A EU	- 81 -
OBRÁZEK Č. 12: RŮST REÁLNÉHO HDP ESTONSKA A EU	- 82 -
OBRÁZEK Č. 13: RŮST REÁLNÉHO HDP ŘECKA A EU	- 84 -

# 1 Úvod

*"Měnová teorie je jako japonská zahrada. Její estetická jednota je zrozena z různosti; očividná jednoduchost zastírá komplikovanou realitu; povrchní pohled mizí ve stále hlubších perspektívách. Obojí může být plně oceněno, pouze je-li zkoumáno z mnoha různých úhlů, pouze je-li zkoumáno nenuceně, ale důkladně. Obojí má prvky, kterými se lze zabývat odděleně od celku, ale které lze plně pochopit pouze jako jeho součást."* Milton Friedman.

Monetární politika je jednou z hlavních hospodářských politik státu. Korigováním výše základních úrokových sazeb ovlivňuje investice a tím i konečnou výši reálného produktu a dalších makroekonomických ukazatelů, především míru inflace. Ale aby mohla správně fungovat, musí být zajištěno řádné fungování peněžní sféry, finanční a bankovní soustavy. V současné době funguje ve většině vyspělých států dvouступňová bankovní soustava, která se skládá z centrální banky a z bank komerčních. Hlavní funkcí centrální banky je mimo jiné udržovat stabilní vývoj cenové hladiny (tedy nízké inflace), k čemuž využívá měnověpolitické nástroje. Ovlivňování peněžní zásoby má pak dle kvantitativní teorie peněz neoddiskutovatelný vliv na cenovou hladinu. Monetární restrikcí nebo expanzí může v závislosti na stavu hospodářství provádět aktivistickou měnovou politiku a prostřednictvím transmisního mechanismu se pružně přizpůsobovat aktuální ekonomické aktivitě. Tento přístup s sebou nese vzhledem k existenci zpoždění celou řadu nepříznivých jevů, a proto je na monetární politiku nahlíženo z různých hledisek jednotlivých ekonomických škol. A ani kombinace s fiskální politikou nepřináší jednoznačné uspokojivé odpovědi.

Přesvědčit se o tom můžeme z praktického využívání této politiky a jejích historických dopadů. Pokud může centrální banka státu plně regulovat svou monetární politiku, může vhodnou restrikcí nebo expanzí příznivě podporovat stabilní růst cenové hladiny. Vzorově může posloužit činnost České národní banky, která transformující českou ekonomiku dopomohla přiblížit evropským standardům ekonomicky vyspělých zemí. Členské státy eurozóny tuto možnost ztratily a musí se podřídit jednotné měnové politice Evropské centrální banky. Jaké dopady má ztráta autonomie hospodářské politiky v nehomogenním prostředí, jak mohou národní banky Eurosystemu i přes to ovlivnit ekonomiku a jak působí hospodářská krize v těchto podmínkách na jednotlivé státy, o tom a mnohém dalším budou pojednávat následující řádky.

## 2 Cíl práce a metodika

### **Cíl práce:**

Cílem teoretické části práce je vymezit problematiku monetární politiky, její úlohu, nástroje a vlivy na základní makroekonomické ukazatele, především reálný produkt a inflaci. Dalším cílem je vysvětlení smyslu existence a úloh bankovních systémů a centrálního bankovníctví v ekonomice.

Analytická část práce si pokládá za cíl rozebrat a porovnat vlivy monetárních politik České národní banky a Evropské centrální banky na ekonomiku v průběhu vybraných let. Dílčím cílem je rovněž určit možnosti centrálních bank v Eurosystemu ovlivnit ekonomiku a současného smyslu existence eurozóny s jejími výhodami a nástrahami.

### **Metodika:**

Po prostudování shromážděných zdrojů informací českých i zahraničních autorů bude vypracována teoretická část práce zaměřená na monetární politiku a centrální bankovníctví. V té bude pozornost věnována především České národní bance a bankám Evropské unie (především Evropské centrální bance). Zároveň budou do názorového kontrastu postaveny náhledy na provádění monetární politiky jednotlivými ekonomickými školami. Na literární rešerši naváže analytická část, v níž budou prostřednictvím údajů ze statistických databází zmapovány a porovnány vlivy monetárních politik České republiky a Evropské unie za jednotlivé roky. Pozornost se také zaměří na centrální banky v Eurosystemu a jejich funkce.

### **Postupné kroky:**

- Stanovení cíle práce
- Shromáždění dostupných zdrojů informací
- Analýza a komparace informací teoretické části
- Sběr dat pro analýzu a komparaci makroekonomických ukazatelů
- Výsledky a diskuze

## 3 Přehled řešené problematiky

### 3.1 Bankovní systémy a centrální banky

#### 3.1.1 Bankovní systémy

Aby mohlo národní hospodářství správně fungovat, je potřeba mimo jiné zajistit řádné fungování peněžní sféry, finanční a bankovní soustavy. Banky shromažďují dočasné volné peněžní zdroje a redistribuuje je. Jsou tedy prostředníky mezi nabídkou peněžních úspor a poptávkou po nich. Bankovní systém představuje souhrn všech bankovních institucí v daném státě a uspořádání vztahů mezi nimi (11). Dvořák (4) dále podotýká, že v užším pojetí je bankovní soustava definována jako souhrn institucí, které jsou výhradně bankami podle příslušného zákona platného v dané zemi. V širším pojetí se do bankovní soustavy zahrnují i některé další finanční instituce.

Banky jsou ve své podstatě podnikatelské subjekty, které se však vyznačují některými specifiky a především svým jedinečným a nezastupitelným významem v ekonomice. Základní cíl bank je shodný s cílem jakéhokoliv jiného podniku, a tím je dosažení zisku. Banka bývá definována jako finanční zprostředkovatel, jehož hlavní náplní je zprostředkování pohybu kapitálu mezi svými klienty. Je zprostředkovatelem, který přijímá vklady a poskytuje úvěry, tedy přečerpává peníze od svých věřitelů ke svým dlužníkům (17).

V závislosti na vazbě a rozsahu činností centrální banky a ostatních obchodních bank rozlišujeme bankovní soustavy **jednostupňové** a **dvoustupňové**. V jednostupňovém bankovním systému provádí v podstatě všechny operace jediná dominantní banka. Ostatní banky působící v takových systémech jsou specializované na předem velmi úzce vymezený rozsah bankovní činnosti nebo na vymezené sektory či oblasti a jsou prakticky zcela závislé na rozhodnutích centrální banky. Nejsou podnikatelskými subjekty a jejich rozhodovací pravomoci jsou velmi úzké (11).

S jednostupňovou bankovní soustavou se můžeme setkat převážně v počátcích rozvoje bankovníctví, v zemích s centrálně plánovanou ekonomikou nebo v teorii svobodného bankovníctví (23).

Tendence k integritě původně autonomních bank do svébytného celku institucionalizované bankovní soustavy vyústila do dvouступňové organizační struktury, která je složena z centrální banky a obchodních (komerčních) bank (17).

Centrální banka je v této soustavě vyčleněna jako samostatná instituce se specifickými úkoly a ostatní komerční banky tvoří druhý stupeň. Jedná se o soukromé instituce, které fungují jako finanční zprostředkovatelé - přijímají vklady od těch kdo spoří a poskytují půjčky těm, kteří mají investiční příležitosti (9).

Bankovní systémy můžeme rozlišovat i z hlediska oddělenosti komerčního a investičního bankovníctví. Kampf (11) uvádí členění na univerzální a specializované bankovní systémy:

- **Univerzální bankovní systémy**

V univerzálních bankovních systémech mohou obchodní banky provádět emisní obchody ručitelského typu (underwriting) a některé další operace s akciemi. Investiční banky mohou zase přijímat primární vklady od veřejnosti. Tyto systémy v současnosti převládají v drtivé většině evropských zemí, včetně České republiky.

- **Specializované bankovní systémy**

Specializované bankovní systémy oddělují činnosti obchodních a investičních bank. Obchodní banky, které přijímají primární vklady od veřejnosti, nesmějí provádět emisní obchody ručitelského typu a další operace s akciemi. Investiční banky, které se na operace s akciemi a dalšími cennými papíry specializují, nesmějí přijímat primární vklady od veřejnosti.

Ulrich a Pfeiferová (23) doplňují toto rozdělení o model **smíšené bankovní soustavy**, která je kombinací univerzálního a specializovaného modelu. Banka může provádět pouze komerční bankovníctví, ale zároveň může mít podíl na firmě cenných papírů, která realizuje obchody v investiční oblasti.

### **3.1.1.1 Centrální banky**

Centrální banky nejčastěji vznikaly z již existujících soukromých bank, které začaly plnit funkce státu, aniž by se staly přímo jeho vlastnictvím. Mezi ostatními bankovními institucemi zaujímají významné postavení. Hlavní odlišností je provádění specifických

činností. Tyto specifické činnosti jsou obvykle ustanoveny zákony. Centrální banku lze definovat jako banku, která má emisní monopol, provádí měnovou politiku daného státu a reguluje bankovní soustavu (16).

Prvotní funkcí centrální banky je emise peněz a udržování stabilní cenové hladiny. Prostřednictvím měnové politiky ovlivňuje i celkové množství peněz v oběhu. V některých státech rozhoduje o cílech měnové politiky samostatně, jinde se na její tvorbě podílí s vládou a nezávislá je pouze v oblasti prosazování cílů této politiky (14).

Centrální banka je v současné době ve většině případů v rukou státu. Ve státě má specifické postavení, vyplývající z jejích ekonomických funkcí určených zákony. Důležité je vymezení vztahu mezi centrální bankou a vládou, neboť je potřeba zajistit vhodný kompromis mezi podřízeností banky státu a její určité formy samostatnosti. Ona samostatnost se týká nezávislosti politické, finančně hospodářské, personální, institucionální, organizační a funkční (16).

### **3.1.2 Funkce centrální banky**

Funkcemi centrální banky rozumíme soubor činností, které vykonává. Tyto funkce probíhají souběžně a často se prolínají, tudíž je od sebe nelze separovat. Nejčastěji se uvádějí funkce emisní, monetární, devizová, regulační, funkce banky bank, banky státu a reprezentace státu v měnové oblasti (18). Mervant (14) tyto funkce kategorizuje dle svého zaměření do kategorií mikroekonomické a makroekonomické.

#### ***3.1.2.1 Mikroekonomické funkce centrální banky***

- **Funkce banky bank**

Centrální banka vytváří příznivé podmínky pro činnost obchodních bank. Přijímá od nich vklady a poskytuje úvěry (krátkodobé úvěry na doplnění likvidity, krátkodobé nouzové úvěry, střednědobé a dlouhodobé úvěry, hotovostní úvěry). Všem komerčním bankám v zemi vede účty a zajišťuje platbu mezi nimi. Může se stát i tzv. věřitelem poslední instance (lender of last resort). To znamená, že poskytuje nouzové úvěry dočasně nelikvidním bankám (14).

Realizace mezibankovního platebního styku – na centrální banku jsou jednotlivé banky napojeny přes otevřené účty a CB provádí vzájemné zúčtování plateb mezi napojenými bankami. Výhodou je značná bezpečnost, neboť je vyloučeno úvěrové riziko. V současné době je zúčtování mezi bankami zcela automatizované a probíhá bezhotovostní formou. Dle Pavláta (16) existují tři možnosti angažovanosti centrálních bank do realizace mezibankovního styku:

- Automatizovaný systém bez účasti CB prostřednictvím účtů, které mají banky mezi sebou. CB stanovuje pravidla pro mezibankovní zúčtování a kontroluje jejich dodržování, ale sama se neangažuje.
- CB je členem zúčtovacího systému a podílí se na jeho provozování.
- CB zabezpečuje zúčtovací systém a hraje v něm hlavní roli.

- **Funkce banky státu**

Centrální banka vede vládě, orgánům veřejné a státní správy a rozpočtově financovaným podnikům účty. Předpokládá se větší bezpečnost uložených státních prostředků, tedy nižší riziko než při jejich úročení v soukromých bankách. Může tak zároveň probíhat kontrola těchto uložených prostředků při realizaci měnové politiky. Pro veškeré příjmy a výdaje státní pokladny je u centrální banky veden jediný clearingový účet se snahou, aby nespádl do debetního salda. Krátkodobé saldo lze pokrýt v omezené míře krátkodobým úvěrem či emisí krátkodobých pokladničních poukázek se splatností do jednoho roku. Kromě toho se CB také účastní na financování schodku v běžném hospodaření státu, účastní se na jeho krytí přímým úvěrem nebo emisí státních cenných papírů a spravuje státní dluh (16).

Hlavním nástrojem manipulace se státním dluhem je emise a umístování státních cenných papírů na peněžních a kapitálových trzích. Používání tohoto nástroje bývá upraveno zákonem. Pavlát (16) zároveň dodává, že k tomuto účelu mohou být emitovány i krátkodobé a dlouhodobé cenné papíry, ale pouze v rozsahu, který je kapitálový trh schopen absorbovat. Tedy bez hrozby inflace a bez hrozby poklesu jejich cen v důsledku převisu nabídky. Státními dluhopisy mohou nabývat bankovní i nebankovní subjekty, včetně obyvatelstva. Odkupem cenných papírů na sekundárních trzích od bank či jiných držitelů se zvyšuje jejich likvidita. Roste objem peněžních prostředků v oběhu

(monetarizace státního dluhu) a s ním i inflační tlaky. CB se tak musí snažit, aby k monetarizaci státního dluhu dlouhodobě nedocházelo (14).

- **Funkce bankovní regulace a dohledu**

Zákon stanovuje, jak musí obchodní banky hospodařit a jaké ukazatele musí naplňovat. Centrální banka je orgánem, který dohlíží na dodržování těchto pravidel. Nejenom, že může novým bankám přidělovat licenci k bankovní činnosti, ale při porušování stanovených pravidel může v krajním případě na obchodní banku vyhlásit nucenou správu či bankovní licenci odejmout (14).

Regulační činností se rozumí stanovení pravidel pro činnost bank daného bankovního systému. Účelem je podporovat efektivnost, spolehlivost a bezpečnost fungování bankovní soustavy v dané zemi. Centrální banka v rámci této činnosti vydává vlastní právní předpisy (vyhlášky, opatření, pokyny apod.), které mají obvykle formu podzákonných předpisů jako vyhlášky nebo směrnice. Stanovuje pravidla obezřetného podnikání a likvidity bank, úrokové sazby, rámce, splatnost a jiné podmínky obchodů, které banky provádějí. Limituje bankám maximální rozsah úvěrů, které smějí poskytnout, stanovuje rozsah povinných minimálních rezerv, který banky musí uložit u CB. Realizuje rovněž další činnosti a opatření, vyplývajících z různých zákonů, upravujících dění v bankovní a finanční sféře. V případě zjištěných nedostatků ukládá opatření k nápravě, případně pokuty (16).

### **3.1.2.2 Makroekonomické funkce**

- **Emisní činnost**

Emisní činnost patří mezi základní charakteristické znaky centrálních bank. Tato důležitá funkce pomáhá k naplnění cíle stabilizace cenové hladiny, neboť díky emisnímu monopolu mohou CB přímo ovlivňovat množství hotovostních peněz v oběhu a do určité míry regulovat inflaci (viz kvantitativní teorie peněz v kapitole 3.3.2.2). Cílem je zabezpečit takové množství peněžních prostředků, které bude zajišťovat stabilitu měny. Nadbytečné množství peněz může vyvolat inflační tlaky, nedostatečné množství naopak deflaci. Emisní monopol se týká pouze hotovostních peněz, bezhotovostní peníze mohou emitovat i obchodní banky. V rámci této funkce se CB zabývá celou řadou dalších povinností, mezi které patří například správa zásoby bankovek a mincí, sjednání jejich tisku a ražby,



výměna poškozených, stahování a ničení z oběhu bankovek a mincí opotřebovaných oběhem, nahrazování novými a další (16).

- **Devizová činnost**

Struktura devizových rezerv by měla pro hladký průběh mezinárodní směny statků a služeb odpovídat struktuře vývozu a dovozu dané země a struktuře příslušných finančních závazků a pohledávek. Nejčastější operací je nákup a prodej domácí měny za měnu cizí. Vytváření a udržení devizových rezerv v určitém objemu a struktuře k působení na vývoj měnového kurzu. Silné výkyvy měnového kurzu mají negativní dopad na cenovou hladinu, proto může CB v krajních případech provádět intervence na devizovém trhu (14).

CB provádí v rámci této funkce následující činnosti: vyhlášení kurzu tuzemské měny v cizích měnách, stanovení ceny zlata v operacích CB, provádění úschovy měnových rezerv, spravování měnové rezervy a disponování s nimi, obchodování se zlatem a devizami, emise cenných papírů znějící na cizí měnu, provádění veškerých druhů bankovních obchodů s tuzemskými a zahraničními bankami, provádění platebního styku se zahraničím, usměrňování platební bilance, regulace devizového hospodářství vydáváním potřebných právních předpisů, vydávání devizových povolení nebo provádění devizové kontroly (16).

- **Reprezentativní funkce**

Centrální banka zabezpečuje kromě uvedených činností ještě další úkoly. Především reprezentuje stát na mezinárodní i domácí scéně. Kromě reprezentace státu v otázkách měnové politiky v mezinárodních institucích také informuje veřejnost o problémech bankovní soustavy a způsobech jejího řešení, vystavuje výroční zprávy, další dokumenty a informace na vlastních webových stránkách. Mimo jiné provádí soustavný ekonomický výzkum zaměřený na problémy finanční a bankovní sféry (16).

- **Monetární politika**

Monetární (měnová) politika je nejdůležitější činností centrální banky a jednou ze čtyř základních politik státu. Centrální banka může provádět dva typy monetární politiky, expanzivní, tj. zvyšování nabídky peněz a restriktivní, tj. snižování nabídky peněz (2). Monetární politice je vymezena samostatná kapitola 3.3.

### **3.1.3 Česká národní banka**

Česká národní banka je centrální bankou České republiky, jak stanovuje hlava VI. čl. 98 Ústavy České republiky. Jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. ČNB má monopol na emisi hotovostních peněz a je ústředním orgánem dohlížečím nad finančním trhem. ČNB má rovněž za úkol podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu, tj. hospodaření s úrokovými mírami takovým způsobem, aby nebyl ekonomický rozmach bržděn nebo přehnaně urychlován (17).

Přestože je právnickou osobou, její funkce jsou především měnově řídicí a nikoliv podnikatelské. Má postavení ústředního orgánu státní správy v oblasti měny, bankovníctví a vydávání obecně závazných předpisů. Usměrnjuje peněžní trh z měnových hledisek, reguluje činnost bank a spořitelen bankovními ekonomickými nástroji a hospodaří podle zásad stanovených vládou. Její činnost se řídí především zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance (11).

#### **3.1.3.1 Historie**

Historie centrální banky České republiky sahá až na počátek 19. Století. V roce 1816 vznikla soukromá akciová společnost Privilegovaná rakouská národní banka, která se už v roce 1841 dostala pod přímou kontrolu státu a v roce 1878 získala emisní monopol pro celé Rakousko-Uhersko. Po rozpadu monarchie a vzniku Československé republiky zastával funkci centrální banky Bankovní úřad ministerstva financí, aby roku 1926 mohla vzniknout soukromá akciová společnost Národní banka československá. Během protektorátu (1939 – 1945) byla přejmenována na Národní banku pro Čechy a Moravu a řízena zmocněncem říšské vlády. Po skončení války měla existence obnovené Národní banky československé krátké trvání. Rokem 1950 byla založena Státní banka československá, která svou činnost vykonávala až do roku 1990. Toho roku podlehl rozdělení na tři samostatné subjekty - Státní banka československá (emisní činnost), Komerční banka Praha a Všeobecná úverová banka Bratislava (obchodní banky s úvěrově obchodní činností). Po rozdělení Československa v roce 1993 dochází ke vzniku Národní banky Slovenska a České národní banky (16).

### **3.1.3.2 Právní úprava**

O hlavní legislativní úpravu fungování ČNB se stará zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB, rozdělený do dvanácti tematických částí ve znění pozdějších novel. V něm se kromě jiného dozvíme o organizační struktuře, vykonávaných funkcích, měnově politických nástrojích nebo o vztahu k vládě a dalším orgánům. Jak z tohoto zákona plyne i její samostatnost při provádění monetární politiky: „*Česká národní banka a bankovní rada při plnění hlavního cíle České národní banky a při výkonu dalších činností nesmějí přijímat ani vyžadovat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády, správních úřadů ani od jakéhokoliv jiného subjektu.*“ (§9, zákon č. 6/1993 Sb., o ČNB.). Zároveň druhá část stejného paragrafu udává, že mezi ČNB a vládou vzájemná informační komunikace o zásadách a opatřeních měnové a hospodářské politiky (25).

Nezávislost centrální banky je klíčovou podmínkou úspěšné realizace měnové politiky a tedy udržitelného neinflačního růstu ekonomiky. Kromě výše zmiňované institucionální samostatnosti je nezávislá i v dalších aspektech. Personální nezávislost spočívá v omezení politických tlaků při jmenování a odvolávání členů bankovní rady, finanční nezávislost spočívá v zákazu přímého financování veřejného sektoru a jím řízených subjektů a funkční nezávislost spočívá v autonomii ČNB při formulování inflačních cílů a nástrojů k jejich dosažení. Kurzový režim je sice ČNB povinna stanovovat po projednání s vládou, ale nesmí tím být ohrožen její hlavní měnový cíl. O zásadách a opatřeních měnové a fiskální politiky se ČNB a vláda vzájemně informují (25).

### **3.1.3.3 ČR a Evropská měnová unie**

Po vstupu České republiky do Evropské unie 1. 5. 2004 se Česká národní banka stala součástí Evropského systému centrálních bank. Vstupem do EU se ČR automaticky účastní třetí fáze HMU (Hospodářská a měnová unie), přičemž má status členské země s dočasnou výjimkou pro zavedení eura, tj. v této fázi není členem eurozóny. Pro završení této etapy a počátku členství v eurozóně je potřeba splnit všechna konvergenční, tzv. maastrichtská kritéria. Vstupem do měnové unie přestane ČNB moci vykonávat monetární politiku. Tato funkce bude převzata ECB, které bude ČNB plně podřízena. S přijetím jednotné měny euro zanikne také možnost provádět kurzovou politiku (17).

### **3.1.4 Evropský bankovní systém**

Neexistuje-li měnová unie, nemůže existovat ani unie politická a naopak, neboť jednotná měna je silně federalizující prvek. Více jednotné hospodářské a měnové unie prolíná celý proces budování Evropské unie, jak ji známe dnes. Prvním krokem k realizaci bylo vytvoření Evropského měnového systému (EMS) v roce 1979. Tehdy se země Evropského společenství dohodli na navázání kurzů svých měn k odvrácení hrozby vysokých kurzových fluktuací. Pro fungování tohoto systému byla zapotřebí jednotná měnová politika, určována a řízena nezávislým ústředním orgánem. Tuto funkci od 1. 1. 1994 zastával Evropský měnový institut (EMI), který měl na starosti rozvoj konceptu pro zavedení jednotné měnové politiky. Jeho funkci převzala Evropská centrální banka (ECB) se sídlem ve Frankfurtu nad Mohanem, která svou činnost zahájila 1. 1. 1999. Je hlavním činitelem Evropského systému centrálních bank (ESCB), který má na starosti koordinace nastavené jednotné měnové politiky. Téhož roku ukončil EMS svou činnost a byl nahrazen Evropským mechanismem směnných kurzů II (ERM II). Na svět přišla rovněž jednotná měna – euro (10).

#### ***3.1.4.1 Evropská centrální banka (ECB)***

ECB je ústředním orgánem pro výkon a řízení monetární politiky těch členských zemí EU, které jsou účastníky měnové unie. Národní banky členských států měnové unie pozbyly dřívější pravomoci centrálních bank a postoupily je na Evropskou centrální banku. Samy se tak staly pouze výkonnými nástroji strategických měnových rozhodnutí ECB. Hlavními úkoly ECB je dbát o udržení cenové stability v rámci Evropského měnového systému (EMU) a podporovat všeobecnou hospodářskou politiku Unie. Kromě definování a provádění monetární politiky v EU má ECB na starosti ještě další úkoly. Jedná se například o emitování bankovek a mincí euro, řízení devizových obchodů, spravování devizových rezerv zúčastněných států, určování výše klíčových úrokových sazeb, podporování hladkého fungování platebních systémů, poskytování služeb vybraným institucím EU, dozor na obchody komerčních bank, shromažďování statistických informací, rozhodování o výši povinných minimálních rezerv, kapitálové přiměřenosti apod. (17).

### **3.1.4.2 Právní úprava**

Legislativní ukotvení nalézá ECB ve Smlouvě o založení Evropských společenství a v protokolu o statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky. Nejvyšším orgánem ECB je Bankovní rada ECB, která se skládá z členů Řídícího výboru a guvernérů národních centrálních bank členských států měnové unie. Všichni členové jsou jmenováni jednomyslným rozhodnutím vlád členských zemí na doporučení Rady EU dané po konzultaci s Evropským parlamentem. Jejich funkční období je osmileté, opětovné zvolení do stejné funkce je vyloučeno. Jedním ze základních rysů právního postavení ECB je nezávislost na jakémkoliv orgánu EU nebo členského státu měnové unie (26).

ECB a centrální banky členských států mají tímto zákonem zakázáno poskytovat možnost přečerpání zůstatku bankovních účtů nebo jakýkoli jiný typ úvěru orgánům či institucím Společenství, ústředním vládám, regionálním nebo místním orgánům nebo jiným veřejnoprávními orgánům, jiným veřejnoprávními subjektům nebo podnikům veřejného práva členských států. Rovněž je zakázán přímý nákup jejich dluhových nástrojů ECB nebo národními centrálními bankami (26).

### **3.1.4.3 Evropský systém centrálních bank (ESCB)**

S existencí ECB je nerozlučně spojena i existence Evropského systému centrálních bank (ESCB - European System of Central Banks), který je v podstatě zastřešujícím orgánem měnové politiky Unie. Mezi ESCB a ECB je rozdíl v jejich právním postavení. ECB a národní centrální banky členských států EU mají právní subjektivitu a jsou tedy právními osobami. ESCB lze proto označit jako orgán založený za účelem koordinace měnové politiky EU, naproti tomu ECB je orgánem pro její výkon a řízení (17).

ESCB je tvořen ECB a národními centrálními bankami všech členských států Evropské unie. V rámci ESCB existují dvě skupiny národních ústředních bank. První skupinu tvoří národní banky členských států měnové unie. Ty jsou podrobeny jednotné měnové politice eurozóny. Druhou skupinu tvoří ústřední banky členských států, pro které platí výjimka a které nepřijaly jednotnou měnu euro (Dánsko, Švédsko, Velká Británie - měnová politika je pouze koordinována). Vrcholnými orgány ESCB je Řídící rada a Výkonný výbor. Řídící rada se skládá ze členu Řídícího výboru ECB a z guvernérů národních centrálních bank. Formuluje měnovou politiku Unie a v případě potřeby také rozhodnutí týkající se

střednědobých cílů, hlavních úrokových sazeb a rozsahu rezerv. Dalším úkolem ESCB je provádění devizových operací a podpora hladkého fungování platebních systémů v eurozóně. Úkolem Výkonného výboru je provádět měnovou publiku v souladu se směrnicemi Evropského systému centrálních bank a rozhodnutími Řídící rady (10).

Aby mohl členský stát EU vstoupit do měnové unie, musí splnit tzv. Maastrichtská konvergenční kritéria. Jejich znění je následující (29):

1. **Cenová stabilita** – Míra inflace dané země nesmí alespoň po dobu jednoho roku přesáhnout průměr míry inflace tří zemí s největší cenovou stabilitou (použití neváženého aritmetického průměru měr inflace ve třech zemích, které vykázaly nejnižší míry inflace, s výjimkou mimořádných hodnot) o více jak 1,5 procentního bodu (p.b.).
2. **Stabilita na finančních trzích** - V průběhu jednoho roku před šetřením průměrná dlouhodobá nominální úroková sazba členského státu (aritmetický průměr za období posledních dvanácti měsíců) nepřekročí o více než 2 p.b. úrokovou sazbu tří členských států s nejlepší cenovou stabilitou.
3. **Stabilita na devizových trzích** - Dodržování normálního kurzového rozpětí stanoveného mechanismem směnných kurzů ERM II – členský stát alespoň po dobu posledních dvou let před šetřením nesmí provést devalvaci svojí měny vůči euru, národní měna musí oscilovat kolem svojí střední hodnoty ve flukтуаčním pásmu  $\pm 15$  p.b.
4. **Fiskální stabilita** – Plánovaný a skutečný poměr schodku veřejných financí k HDP nesmí být vyšší než 3 p.b. a celkový dluh veřejných financí nesmí překročit 60 p.b. HDP. Nadměrný schodek lze při překročení referenční hodnoty podrobit přešetření, pokud by poměr podstatně a nepřetržitě klesal a dosáhl úrovně, která se blíží referenční hodnotě, nebo by překročení referenční hodnoty bylo pouze výjimečné a dočasné a poměr by zůstal blízko k referenční hodnotě.

#### **3.1.4.4 Postavení vůči jednotné monetární politice**

Kritické až odmítavé postoje vůči zavedení společné měny na území členských států Společenství jsou založeny především na teoriích tzv. optimálního měnového území (OCA, Optimum Currency Area). Je totiž sporné, zda oblast společné měny dosahuje takové

úrovně integrace, aby mobilita kapitálu a pracovní síly dokázala nahradit fakt, že subjekty daného území ztrácejí nástroje měnové politiky. Společenství je považováno za ekonomicky nehomogenní prostor s nízkou mobilitou kapitálu a pracovní síly. Důvody jsou odlišné politické, historické, kulturní a jazykové rozdíly, které vyžadují různé přístupy na straně vlád členských zemí (22).

Naopak v argumentaci stoupců měnové unie je na HMU nahlíženo především jako na projekt, který pro EU znamená konkrétní přínosy. Apel (1) uvádí příklad ušetření nákladů (přibližně 0,4% komunitárního HDP ročně), které vznikají v důsledku pohybu několika měn na území společného trhu. Především se jedná o náklady z transakcí, měnové konverze, náklady na vedení účetnictví při realizaci obchodu v několika měnách a také o náklady vyplývající z povinnosti udržovat zásobu měn pro banky a podniky. Předpokládalo se také významné ušetření finančních prostředků, které byly dosud využívány na krytí rizik vyvolaných kolísáním měnových kurzů. Z hlediska mezinárodních obchodních vztahů je pak zavedení společné měny považováno za krok směrem k větší ekonomické stabilitě. Stoupcem HMU rovněž očekávali usnadnění pohybu kapitálu a investic a snížení ohrožení měny spekulativními útoky (5).

Z obecného hlediska lze za největší rizika a nevýhody považovat ztrátu důležité měnové politiky, zejména v oblastech, kde je fiskální politika neúčinná. Dále zvýšené náklady v souvislosti se zavedením společné měny, nebo ztrátu ražebného. Pozitivní efekty lze shrnout jako kladné výhody v oblasti omezení kurzového rizika, stabilizaci úrokových sazeb, úspore transakčních nákladů a efektivnější alokaci investic (2).

## **3.2 Nástroje monetární politiky**

*„Monetární politika je činnost státu, která je zaměřena na kontrolu množství peněz v ekonomice, na regulaci úrokových měr a podmínek úvěru.“* (2, 2010, str. 221). K uskutečňování jejich cílů má centrální banka k dispozici celou řadu nástrojů. Ty lze řadit dle různých hledisek. Na běžné a občasně, na okamžitě použitelné a použitelné s určitým zpožděním atd. Nejčastěji se v literaturách setkáváme s rozdělením na nástroje přímé a nepřímé (17).

Těmito nástroji může centrální banka ovlivňovat peněžní zásobu. Nákupem cenných papírů, snížením sazby PMR, snížením diskontní sazby nebo zvýšením devizových rezerv dochází k růstu peněžní zásoby. Naopak prodejem cenných papírů, zvýšením sazby PMR, zvýšením diskontní sazby nebo snížením devizových rezerv dochází k poklesu peněžní zásoby. Ovlivňováním zprostředkujícího cíle může centrální banka korigovat ekonomiku k naplňování konečných cílů (15).

### **3.2.1 Nepřímé nástroje**

Nepřímé nástroje měnové politiky využívají tržních zákonů k působení na ostatní subjekty finančního trhu (11). Jejich vliv dopadá na celý bankovní systém plošně a jejich používání v tržních ekonomikách převládá nad přímými nástroji. Mezi nepřímé nástroje monetární politiky patří operace na volném trhu, diskontní nástroje, kurzové intervence, povinné minimální rezervy a kapitálová přiměřenost (23).

#### **3.2.1.1 Operace na volném trhu**

Operace na volném trhu patří k nejpoužívanějším měnověpolitickým nástrojům centrálních bank. Jsou prováděny z jejich iniciativy a jejich základním cílem je usměrňovat vývoj úrokových sazeb na trhu s domácí měnou a dosáhnout požadované tržní krátkodobé úrokové míry. Tyto operace se provádějí nákupy nebo prodeji vládních dluhopisů centrální bankou, tedy stahováním nebo dodáváním potřebné likvidity. Pokud by byla likvidita obchodních bank nižší než součet rezervních požadavků a přebytkové likvidity, nebyly by banky schopny tyto rezervní požadavky plnit a krátkodobá úroková míra by rostla nad stanovenou úroveň. V opačném případě příliš vysoké likvidity by banky plnily rezervní



požadavky velmi snadno a krátkodobá úroková sazba by mohla klesnout až na nulovou hodnotu (10).

Operace na volném trhu jsou nejčastěji uskutečňovány formou **repo operací**. Centrální banka přijímá od komerčních bank jejich přebytečnou likviditu a jako zajištění (kolaterál) jim předává dohodnuté cenné papíry. Po skončení doby splatnosti navrátí centrální banka jistinu navýšenou o dohodnutý úrok a daná komerční banka navrátí kolaterál. Tyto operace mají vliv na měnovou bázi, nákupem cenných papírů od komerčních bank se zvyšuje, prodejem naopak snižuje (17).

V případě nákupu vládních dluhopisů centrální bankou se uvádějí dodatečné peníze do oběhu a roste tak peněžní zásoba. Tento proces se nazývá multiplikační tvorba vkladů. Naopak prodejem vládních dluhopisů centrální bankou dochází ke stahování peněz z oběhu, peněžní zásoba se snižuje a probíhá proces multiplikační destrukce vkladů (8). Jak ale Jílek (10) zdůrazňuje, změny peněžní zásoby jsou až sekundárním důsledkem operací na volném trhu, neboť nástroj jako takový není primárně určen k řízení peněžní báze. Účinnost tohoto nástroje měnové politiky je oslabována tím, že banky či nebankovní veřejnost nejsou povinny nakupovat vládní cenné papíry. Centrální banka proto ovlivňuje uskutečnění těchto operací změnou nákladů s nimi spojených (8).

Další formou operací na volném trhu jsou **automatické facility**, které slouží k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc (O/N, overnight). Rozlišujeme depozitní a marginální zápůjční facility. Depozitní facility umožňují bankám uložit u centrální banky přebytečnou likviditu přes noc, která se úročí diskontní sazbou. Opakem depozitní facility je marginální zápůjční facility. V tomto případě si přebytečnou likviditu přes noc půjčují komerční banky od centrální banky. Tato facility je úročena lombardní sazbou. Vzhledem k neustálému přebytku likvidity je tato facility bankami využívána minimálně (17).

Posledním způsobem operací na volném trhu je výměna cenných papírů za cenné papíry s jinou lhůtou splatnosti, takzvaný **switching**. Pokud centrální banka prodá cenný papír s vyšším úrokem (delší lhůtou splatnosti) za cenný papír s nižším úrokem (kratší doba splatnosti), jedná se o tzv. give-up úrokový rozdíl, který hradí centrální banka. V opačném případě hovoříme o pick-up úrokovém rozdílu a centrální banka realizuje zisk. Switching tak nemá zásadní vliv na měnovou bázi (17).

Operace na volném trhu prováděné v Eurosystemu můžeme rozdělit do čtyř kategorií. **Hlavní refinanční operace** jsou pravidelné reverzní transakce k zajištění likvidity, které se uskutečňují jednou za týden a mají splatnost jeden týden. **Dlouhodobější refinanční operace** se uskutečňují jednou za měsíc a mají splatnost zpravidla tři měsíce. Nepravidelné provádění mají **operace jemného doladění**, které se používají zejména ke zmírnění vlivu na úrokové sazby způsobeného neočekávanými výkyvy v objemu likvidity na trhu. **Strukturální operace** se provádějí, kdykoli si ECB přeje upravit strukturální likviditu Eurosystemu vůči finančnímu sektoru. Tyto operace lze provádět pomocí reverzních transakcí, přímých operací nebo emisí dluhových cenných papírů ECB. Eurosystem má k dispozici ještě dvě stálé facility, které dodávají a absorbují jednodenní likviditu a jejich úrokové sazby zpravidla určují horní a dolní hranici pro jednodenní sazbu peněžního trhu. Jedná se o **mezní zápůjční facilitu**, která umožňuje protistranám, aby proti způsobilým aktivům získaly od národních centrálních bank likviditu do druhého dne, a o **vkладovou facilitu**, pomocí které mohou protistrany u národních centrálních bank ukládat prostředky do druhého dne (106).

### **3.2.1.2 Diskontní nástroje**

Centrální banka ovlivňuje úvěrové schopnosti komerčních bank a tím i nabídku peněz prostřednictvím úvěrů, které jim poskytuje (8). Diskontní nástroje jsou považovány za méně účinný nástroj k ovlivňování peněžní zásoby, protože centrální banka může komerčním bankám diskontní půjčky nabídnout, nemůže je však přinutit k tomu, aby si diskontní půjčku vzaly. Jediným možným přesvědčujícím nástrojem je diskontní sazba. Jedná se o úrokovou míru, kterou centrální banka z diskontních půjček požaduje (9).

- **Diskontní sazba**

Tato sazba je účtována obchodním bankám za diskontní úvěr poskytnutý centrální bankou. Pohyb výše diskontní sazby ovlivňuje poptávku po úvěrech ze strany obchodních bank a jejich klientů, protože se s ní mění i konečná cena úvěru. Navýšením diskontní sazby se snižuje poptávka po úvěrech a tento restriktivní účinek působí protiinflačně. Expanzivní účinky má naopak snížení diskontní sazby, poptávka po úvěrech roste a stejně tak i zaměstnanost a tempo ekonomického růstu (17).

Když centrální banka sníží svou diskontní sazbu, jsou komerční banky více lákány k tomu, aby si braly diskontní půjčky. Když centrální banka diskontní sazbu zvýší, sníží tím poptávku komerčních bank po diskontních půjčkách (9).

Pospíšil (17) dále podotýká, že poptávka komerčních bank po diskontních úvěrech není závislá pouze na výši diskontní sazby, ale také na možnostech bank obstarat si prostředky z jiných zdrojů, jako je např. mezinárodní peněžní trh. Centrální banka nemusí měnit výši diskontní sazby pouze na základě vlastního svobodného rozhodnutí. Například při samovolném pohybu tržních úrokových sazeb z úvěrů by se měla diskontní sazba měnit, aby byl zachován diferenciál mezi diskontní a tržní úrokovou sazbou. Nebezpečí těchto rozdílů dalo vzniknout návrhu k zavedení pevné výše úrokového diferenciálu. Ale i kdyby se dal přesně definovat, diskontní sazba by se degradovala na úroveň běžné a předvídatelné tržní úrokové sazby a centrální banka by tak přišla o jeden ze svých základních nástrojů měnové politiky (17).

- **Dvoutýdenní repo sazba**

Centrální banka nabízí komerčním bankám možnost uložení jejich volných finančních prostředků v rámci dohodnutých dvoutýdenních repo operací za úrokovou sazbu, která nepřevyší dohodnutou repo sazbu. CB ovlivňuje změnou výše repo sazby výši krátkodobých úrokových sazeb v mezibankovním sektoru a tím pádem má vliv na celkovou ekonomickou aktivitu (17).

- **Lombardní úvěry**

Centrální banka nabízí komerčním bankám lombardní úvěry za lombardní sazbu. Tyto úvěry bývají zajištěny cennými papíry z portfolia banky. Výše těchto úvěrů by měla být nižší než je tržní cena zastavovaných cenných papírů. Důvodem je předejít situaci, kdy při snížení tržní ceny zastavovaných cenných papírů klesne jejich hodnota pod výši poskytnutého lombardního úvěru. Jedná se o nouzové úvěry pro banky s aktuálními problémy s likviditou. Lombardní úvěry tak mají zpravidla nejvyšší sazbu ze všech vyhlášených centrální bankou a její růst či pokles bývá nezávislý na pohybech diskontní sazby. Poskytnutím lombardního úvěru se zvyšuje měnová báze, při jeho splácení se naopak snižuje (17).

### 3.2.1.3 *Kurzové intervence (intervence devizového kurzu)*

Kurzové intervence se provádějí za účelem regulace měnového kurzu domácí měny vůči měnám zahraničním a nemají tak za hlavní cíl změnu měnové báze. Pospíšil (17) uvádí a vysvětluje rozdělení intervencí na přímé a nepřímé:

**Přímé intervence** spočívají v obchodu se zahraniční a domácí měnou. Nákup zahraniční měny za měnu domácí má bezprostřední vliv na měnový kurz, neboť se zvyšuje poptávka po dané zahraniční měně na domácím devizovém trhu a zároveň se zvyšuje nabídka měny domácí. Dochází ke zvyšování měnové báze, k znehodnocování domácí měny (depreciace) a k poklesu jejího devizového kurzu. V případě prodeje zahraniční měny za měnu domácí dochází naopak ke zhodnocování domácí měny (apreciace), růstu jejího devizového kurzu a ke snížení měnové báze.

Mezi **nepřímé intervence** se řadí například změna úrokových sazeb, která v konečném důsledku zapříčiní změnu nabídky a poptávky mezi zahraniční a domácí měnou. Tento pohyb se pak promítne do změny měnového kurzu.

### 3.2.1.4 *Povinné minimální rezervy*

Komerční banky, stavební spořitelny či pobočky zahraničních bank mají za povinnost držet na svém clearingovém účtu určitý a předem stanovený objem likvidity, tzv. povinné minimální rezervy (PMR). Výše rezerv je daná procentní hodnotou z objemu primárních vkladů dané banky, jejichž splatnost nepřesahuje 2 roky (17).

Jako měnověpolitický nástroj mají PMR v současné době poměrně nízkou funkčnost. Plní však jinou významnou funkci - slouží jako "polštář" zajišťující plynulost mezibankovního platebního styku. Z tohoto důvodu jsou PMR zařazeny mezi nepřímé nástroje, i když svým charakterem bývají zmiňovány i u přímých nástrojů měnové politiky. Aby byla plynulost mezibankovního platebního styku zachována i při snížení PMR, byla zavedena kolateralizovaná vnitrodenní úvěrová facilitita, která je úročena sazbou 0% a při nesplacení automaticky přejde v marginální facilititu. Centrální banka tak poskytuje komerčním bankám během dne krátkodobé úvěry, aby byly schopné provádět plynule platby, pokud nemají na svém účtu platebního styku u CB v daný okamžik dostatek prostředků (28).

Většina bank obyčejně má na svém clearingovém účtu deponováno větší množství prostředků než je dáno zákonem a vytvářejí tak dobrovolné rezervy. Pokud dojde k poklesu tohoto objemu prostředků pod stanovenou mez, následují ze strany CB sankce. Nejčastěji nabývají formu nouzových diskontních úvěrů na částku rozdílu skutečných a požadovaných rezerv, úroková výše je rovna trojnásobku základní diskontní sazby. PMR mohou mít také pozitivní vliv na stabilizaci krátkodobých úrokových sazeb a odhadnutelnost multiplikace bankovních depozit (17).

#### **3.2.1.5 Kapitálová přiměřenost**

Tento ukazatel určuje, zda má banka dostatečný kapitál k ochraně proti riziku ztráty. Toho je dosaženo udržováním rezervního kapitálu ve výši minimálně 8% z rizikově vážených aktiv (RVA). Jedná se o jeden ze základních ukazatelů zdraví banky, ale jeho význam je spíše sekundární, neboť za mnohem důležitější ukazatele je považovaná vyrovnaná a likvidní bilance banky (17).

### **3.2.2 Přímé nástroje**

Přímé nástroje (administrativní) jsou aplikovány prostřednictvím zákazů a nařízení. Může se jednat o limity na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů, nařízení může mít také podobu limitů na objem úvěrů, které mohou obchodní banky klientům poskytnout. Mezi nepřímé nástroje se řadí pravidla likvidity, limity úvěrů bank, povinné vklady, doručení, výzvy a dohody (10).

#### **3.2.2.1 Pravidla likvidity**

Likvidita, tedy schopnost kdykoliv dostát svým závazkům, je rovněž ovlivňována centrální bankou prostřednictvím přímého stanovení závazných pravidel likvidity. Ta spočívají v určení závazné struktury aktiv a pasiv komerčních bank a vzájemných vazeb mezi nimi. Dodržení těchto pravidel je nutnou podmínkou pro udělení či zachování bankovní licence (17).

### **3.2.2.2 *Limity úvěrů bank (kontingenty)***

Limity úvěrů bank spočívají ve stanovené absolutní či relativní výši úvěrů, které mohou banky poskytnout, aniž by podléhaly nutnosti schválení centrální bankou. Jedná se o přímý zásah do samostatnosti rozhodování bank. Absolutní výše omezuje výši poskytnutých úvěrů, přírůstek úvěrů za určité období a poměr stavu úvěrů k výši bankovnímu kapitálu. Relativní výše omezuje diskontní a lombardní úvěry u centrální banky. Svým charakterem tak má blízko k nepřímým nástrojům (17).

### **3.2.2.3 *Povinné vklady***

Ze zákona je určena skupina subjektů, které mají za povinnost ukládat své volné peněžní prostředky do centrální banky a uskutečňovat jejím prostřednictvím platební operace. Pokud by byla tato povinnost zrušena, volné peněžní prostředky by byly ukládány do komerčních bank a tím by došlo ke snížení poptávky těchto bank po diskontních úvěrech centrální banky. Diskontní úvěry jako nástroj monetární politiky by značně ztratily na účinnosti a navýšená úvěrová kapacita komerčních bank by mohla vyvolat nárůst inflačních tlaků (17).

### **3.2.2.4 *Doporučení, výzvy a dohody***

Mají spíše krátkodobý účinek, či se vztahují pouze k jednomu konkrétnímu případu. Pro banku nejsou závazné, přesto je jejich účinnost vysoká. Komerční banky si ve většině případů nedovolí nerespektovat přání nebo pobídky centrální banky. Mezi doporučení patří představy a přání centrální banky, nemívají většinou ani písemnou podobu. Výzvy mají důraznější a konkrétnější charakter, ale rovněž nemívají písemnou formu. Oproti tomu u dohod existuje písemná podoba, ve většině případů bývají dodržovány a mohou se objevovat i mezi komerčními bankami (17).

## 3.3 Úloha monetární politiky a její vliv na základní makroekonomické ukazatele

### 3.3.1 Úloha a cíle monetární politiky

Monetární (měnová) politika je jednou ze základních hospodářských politik státu. Jedná se o činnost, která je zaměřena na kontrolu množství peněz v ekonomice, na regulaci úrokových měr a podmínek úvěru. Aby mohla správně fungovat, musí být rozvinut tržní mechanismus, zejména peněžní oběh a trh peněz, úvěrový systém a trh kapitálu (2).

Jílek (10) uvádí, že měnová politika je regulace operačního cíle (obvykle tržní krátkodobé úrokové sazby) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího a nakonec i konečného cíle. Zprostředkujícími cíli měnové politiky je peněžní zásoba, úroková míra a měnový kurz, mezi konečné cíle měnové politiky patří nízká inflace, nízká nezaměstnanost a vyrovnaná bilance zboží a služeb (9).

Prostřednictvím nástrojů monetární politiky kontroluje peněžní zásobu nebo pohyb úrokové sazby a ovlivňuje tím tak makroekonomický vývoj, tj. úroveň rovnovážného důchodu, úroveň zaměstnanosti, míru růstu agregátní cenové hladiny (inflace) a platební bilanci. Měnová politika může mít podobu monetární expanze nebo monetární restriktce. (12).

### 3.3.2 Monetární expanze / restriktce

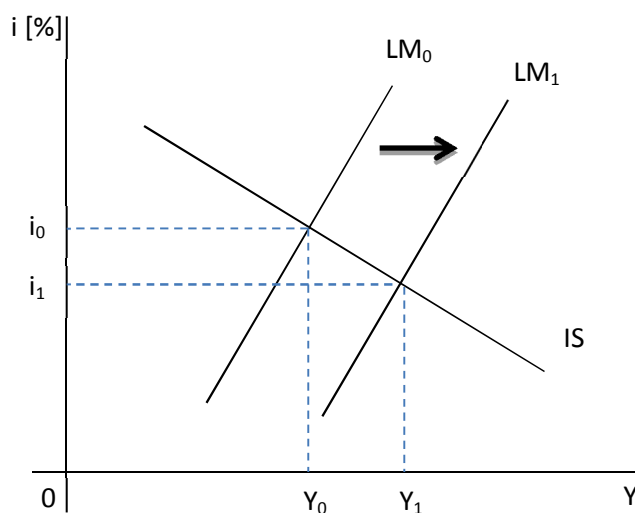
**Expanzivní** charakter monetární politiky znamená zvyšování nominální zásoby peněz s cílem stimulovat zvyšování úrovně rovnovážné produkce a zaměstnanosti a zlepšování platební bilance.

**Restriktivní** charakter znamená snížení nominální zásoby peněz (resp. snížení tempa růstu peněžní zásoby) s cílem brzdit přehřátí růstu ekonomiky, tlumit inflační procesy vyvolané nadměrnou agregátní poptávkou, tj. sleduje efekty ve vnější rovnováze (12).

Předpokládejme, že ekonomika vytváří potenciální produkt a na trhu práce převládá přirozená míra nezaměstnanosti. Uvažujme zvýšení peněžní zásoby na straně nabídky při negativním sklonu křivky IS. Čistá monetární expanze má za následek důchodový efekt

a efekt likvidity. Důchodový efekt je vyvolán zvýšením nabídky peněz, která sníží úrokovou sazbu, což stimuluje zvýšení poptávky po soukromých investičních a spotřebních výdajích. Efekt likvidity je důsledkem zvýšení nabídky reálných peněžních zůstatků při pozitivně skloněné křivce LM. Veřejnost má více peněz než potřebuje a přebytek konvertuje do ostatních finančních aktiv, která přinášejí vyšší výnos. Zvyšuje se tak jejich poptávka, roste jejich cena a klesá úroková sazba (12).

**Obrázek č. 1: Monetární expanze**



Zdroj: Mach, 2001, str. 79

V důsledku přírůstku nabídky reálných peněžních zůstatků o  $\Delta(M/P)$  se křivka  $LM_0$  posunuje doprava o  $1/k \cdot \Delta(M/P)$  k  $LM_1$ . Křivka  $LM_1$  má pozitivní sklon. Zvyšuje se úroveň rovnovážného důchodu o  $\Delta Y$  ( $Y_1 - Y_0$ ) a snižuje se úroková sazba z  $i_0$  na  $i_1$ . Velikost přírůstku rovnovážné produkce se rovná součinu přírůstku nabídky reálných peněžních zůstatků a multiplikátoru monetární politiky  $\Delta Y = \gamma \cdot b/h \cdot \Delta(M/P)$

Účinnost monetární politiky je tím větší, čím je strmější křivka LM, tj. čím nižší je citlivost poptávky po penězích na úrokovou sazbu. Maximálního účinku dosahuje při vertikální křivce LM (tzv. klasický případ), naopak nulového účinku dosahuje při horizontálním sklonu křivky LM (tzv. past likvidity). Efekt monetární politiky závisí i na sklonu křivky IS. Její účinnost je tím větší, čím je plošší křivka IS, tj. čím vyšší je citlivost autonomních výdajů na úrokovou sazbu a čím větší je výdajový multiplikátor. A analogicky naopak (12).

Zjednodušeně řečeno, expanzivní měnová politika zvyšuje peněžní zásobu a snižuje úrokovou míru. Tím krátkodobě dosáhne snížení nezaměstnanosti, zvýšení inflace a zlepšení bilance zboží a služeb. Restriktivní měnová politika snižuje peněžní zásobu a zvyšuje úrokovou míru. Tím krátkodobě dosáhne snížení inflace, zvýšení nezaměstnanosti a zhoršení bilance zboží a služeb. V dlouhém období však dochází pouze



k růstu cenové hladiny. Z toho je jasně patrné, že měnová politika nikdy nemůže dosáhnout všech svých konečných cílů současně (9).

### **3.3.2.1 Keynesiánský přístup k měnové politice**

Keynesiánský přístup k měnové politice reaguje na situaci s vysokou cyklickou nezaměstnaností, případně na nebezpečí "přehřátí konjunktury", kdy je konečným cílem snížit míru inflace. Zprostředkujícím cílem této politiky je v tomto případě úroková sazba. Keynesiánci tvrdí, že nelze s dostatečnou přesností určit budoucí vývoj rychlosti oběhu peněz. Z toho ovšem vyplývá nízká účinnost regulace nabídky peněz. Rovněž tvrdí, že stabilizace úrokové míry omezuje výkyvy v investičních rozhodnutích a rovnoměrný vývoj investičních výdajů stabilizuje vývoj celého hospodářství (2).

- **Keynesiánský transmisní mechanismus**

Transmisním mechanismem měnové politiky se rozumí řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení měnověpolitických nástrojů vedly k žádoucím změnám inflace. Centrální banka svými nástroji provede expanzivní nebo restriktivní měnovou politiku a změní nabídku peněz. Předpokládejme, že se tato nabídka mění rychleji než poptávka po penězích. V důsledku této změny se změní úroková sazba a odpovídajícím způsobem též transakční rychlost oběhu peněz. Zprostředkujícím cílem je v případě expanzivní politiky pokles úrokové sazby, v případě restrikce její růst. Účinnost změny nabídky peněz je závislá na tom, jak citlivá bude poptávka po penězích na úrokovou sazbu. Bude-li tato citlivost relativně vysoká (což je obecně předpokladem keynesiánského pojetí), povede např. měnová expanze pouze ke slabému poklesu úrokové sazby. Při nízké citlivosti bude naopak pokles úrokové sazby silný. Na změnu úrokové sazby reagují výdaje, citlivé na úrokovou sazbu, zejména soukromé investiční výdaje. Při vysoké citlivosti dojde k výrazné změně celkových výdajů, při omezené naopak. Roste agregátní poptávka včetně příslušného multiplikačního efektu (8).

Druhý stupeň efektu monetární politiky na vývoj makroekonomických veličin spočívá v interakci změněné agregátní poptávky s agregátní nabídkou. Jde přitom o keynesiánské pojetí makroekonomické rovnováhy, kdy např. nepružnost nominálních mzdových sazeb směrem dolů blokuje automatické ustálení rovnováhy při tzv. plné zaměstnanosti (tedy na úrovni potenciálního produktu). V podmínkách nevyužitých výrobních faktorů dochází ke

slabému růstu cenové hladiny při výrazném růstu reálného produktu a zaměstnanosti. Z dlouhodobého hlediska má monetární expanze za následek neutralitu peněz, tj. měnová politika neovlivňuje reálný, ale pouze nominální produkt. Analogické závěry platí i pro monetární restrikcí (8).

- **Překážky**

V reálném použití naráží tento transmisní mechanismus na celou řadu bariér. Jedná se například o nejistotu citlivosti poptávky po penězích na změnu úrokové sazby, nejistotu citlivosti investičních výdajů na změnu úrokové sazby nebo zpětný vliv růstu nominálního produktu na poptávku po penězích a tím i na růst úrokové sazby. Další komplikace spočívá ve skutečnosti, že celkové plánované výdaje reagují na změnu reálné úrokové sazby, zatímco na peněžním trhu se konstituuje sazba nominální. Růst zaměstnanosti a produktu, vyvolaný měnovou expanzí, je totiž doprovázen růstem cenové hladiny, což vede k zesílení poklesu reálné úrokové sazby. Problém časových zpoždění je obecně platný pro všechny formy makroekonomické stabilizační politiky a účinnost měnové politiky je ovlivněna i systémem měnových kursů. Při pohyblivém kursu je měnová politika účinnější, při fixním kursu je účinek téměř nulový (8).

### ***3.3.2.2 Monetaristický přístup k měnové politice***

Monetaristé vidí v regulaci úrokových měr destabilizující prvek. Pokud centrální banka udržuje neměnné úrokové míry, zvyšuje svou nabídku peněz v konjunkturu a snižuje ji v době recese. Výsledkem jsou větší výkyvy v hospodářském cyklu. Monetaristé tvrdí, že centrální banka může ovlivnit množství peněz v ekonomice i v případě, že kolísá rychlost oběhu peněz. Podle nich lze předpovědět, jak se bude rychlost oběhu peněz dlouhodobě i krátkodobě vyvíjet. Správný odhad budoucího vývoje rychlosti oběhu peněz dovolí centrální bance působit na hospodářství změnami v nabídce peněz (2).

Klasická ekonomie pracuje s předpokladem dokonale pružných nominálních mzdových sazeb a cen statků. Při důsledné aplikaci těchto předpokladů dochází k automatickému udržování stavu tzv. plné zaměstnanosti. Změna agregátní poptávky pod vlivem měnové expanze nebo restrikce nebude výši zaměstnanosti a produktu ovlivňovat. Za těchto okolností není regulace zaměstnanosti a produktu smysluplná a jakákoliv změna agregátní poptávky pod vlivem měnové politiky se projevuje pouze v cenové hladině (8).

- **Kvantitativní teorie peněz (KTP) a její monetaristická verze**

Obsahem kvantitativní teorie peněz je určování souvislosti mezi změnou peněžní zásoby a cenovou hladinou. V původní neoklasické podobě KTP je výchozí veličinou poptávka po penězích pro transakční účely, která může být vyjádřena ve své reálné hodnotě. Kvantifikovaná je jako určitý zlomek reálného důchodu  $Y$ , přičemž tento podíl je vyjádřen koeficientem  $k$ . Dále je důležitá především nominální poptávka po penězích ( $MD$ ), vyjádřená jako konstantní poměr (ve výši  $k$ ) k nominálnímu důchodu ( $P*Y$ ). Tento vztah určuje tzv. cambridgeská rovnice:

$$MD = k*P*Y$$

Jde tedy o přímý vztah (transmisní mechanismus) mezi růstem peněžní zásoby a růstem agregátní poptávky. Předpokládá se dále, že při klasické křivce agregátní nabídky  $AS$  je  $Y$  fixní na úrovni potenciálního produktu  $Y^*$ . Výsledkem je proto pouze růst cenové hladiny  $P$ , neboli rovnost  $MD = k*P*Y$  je při změně  $MD$  neustále udržována pouze změnou  $P$  (8).

Na cambridgeskou rovnici KTP zareagoval americký ekonom Irving Fisher svou slavnou transakční rovnicí směny v následující podobě:

$$M*V = P*T$$

$M$  je nominální množství peněz v oběhu držené subjekty v podobě peněžních zůstatků,  $V$  je rychlost oběhu peněžní jednotky. Součin těchto dvou veličin na levé straně rovnice tvoří celkové výdaje neboli důchod. Na pravé straně je  $P$  průměrná cena neboli index průměrné ceny nakoupeného zboží a služeb (cenová hladina) a  $T$  představuje počet transakcí, což je interpretováno jako index celkového množství nakoupeného zboží a služeb. Každý nákup může být viděn dvěma způsoby: jako množství utracených peněz a jako množství nakoupeného zboží a služeb znásobené cenou, která za ně byla zaplacená. Nic nemůže mít vliv na  $P$  bez toho, aby došlo ke změně jedné nebo více proměnných v rovnici. Z této rovnice vyplývá, že změny nominálního produktu musí být doprovázeny změnou v množství peněz nebo rychlosti jejich oběhu (7).

Moderní verze KTP je převážně produktem monetaristické ekonomické teorie. Je reakcí na interpretaci vlivu peněžní zásoby extrémním způsobem původní verzí KTP (mění se pouze

cenová hladina) i na extrémní keynesiánský přístup (mění se pouze reálný produkt). Monetaristická verze KTP připouští na rozdíl od starého přístupu, že výkyvy agregátní poptávky způsobené měnovou politikou vedou krátkodobě ke změně nominálního produktu, a to jak reálného produktu, tak i cenové hladiny. Zároveň monetarismus předpokládá v delším období automatické obnovování přirozené míry nezaměstnanosti a tudíž i přirozené úrovně produktu (8).

Významným předpokladem této monetaristické teorie je stabilita soukromého sektoru. Poptávkové šoky nepocházejí z výkyvů v chování soukromých subjektů, nýbrž ze strany měnové politiky centrální banky. To rovněž znamená stabilitu poptávky po penězích, neboť monetaristický přístup vychází z představy, že peníze je třeba posuzovat jen jako jednu z různých forem bohatství (aktiv). Vzhledem k tomu je citlivost poptávky po penězích na úrokovou sazbu mnohem slabší, než je tomu v keynesiánském přístupu, kde jedinou alternativou držby peněz jsou úročená finanční aktiva. Důležité je, že mezní užítky jednotlivých forem aktiv jsou klesající. Dojde-li ke zvýšení držby peněz, poklesne jejich výnosnost ve srovnání s výnosností ostatních aktiv. Poptávka po penězích poklesne nejenom výlučně s přechodem na alternativní finanční aktiva (jako tomu je v keynesiánském přístupu), ale také jejich vydáním na nákupy statků. V důsledku růstu peněžní zásoby dojde tedy k růstu agregátní poptávky a za předpokladu, že nominální agregátní nabídka roste plynule stabilním tempem, dojde k růstu nominálního produktu (8).

- **Monetaristická měnová politika**

V monetaristickém pojetí se měnová politika má zaměřit na zprostředkující cíl v podobě zabezpečení stabilního růstu peněžní zásoby, který je určující pro vývoj agregátní poptávky. Tímto pravidlem jsou vytvořeny podmínky pro stabilní vývoj nominálního produktu a pro dosažení konečného cíle, kterým je nízká inflace. Měnová politika centrální banky by tedy měla udržovat stabilní růst peněžní zásoby v závislosti na žádoucím vývoji cenové hladiny. Nesprávná politika v podobě nedostatečného nebo nadměrného růstu peněžní nabídky (ve srovnání s růstem reálného potenciálního produktu a s přiměřenou mírou inflace) se ve Friedmanově teorii projevuje v nedostatečném nebo nadměrném růstu agregátní poptávky. Cíle měnové politiky v monetaristickém pojetí tak nemají spočívat v regulaci produktu a zaměstnanosti pomocí ovlivňování vývoje úrokové sazby (8). Taková politika, vzhledem ke své nespolehlivosti, může mít účinky právě opačné,

destabilizující. Praktickým projevem této destabilizace je buď inflace, nebo recese a větší výkyvy v hospodářském cyklu. Ekonomika bude dle monetaristů stabilnější, když ji centrální banka přestane stabilizovat (2).

- **Překážky**

Stejně jako v případě keynesiánského přístupu i monetaristické pojetí měnové politiky je pouze zdánlivě jednoznačné. Předpokladem úspěšnosti měnového pravidla je totiž stabilita poptávky po penězích, nebo alespoň předvídatelnost jejích změn. Připustíme-li nestabilitu poptávky po penězích, dojde i při stabilním tempu růstu  $M$  a odpovídajícímu tempu růstu  $Y^*$  k rozkolísání nominálního produktu  $P \cdot Y$ . To se projeví částečně ve změně reálného produktu a částečně ve změně míry inflace. Omezující vliv nestabilní poptávky po penězích, projevující se ve změně důchodové rychlosti oběhu peněz, na úspěšnost měnového pravidla bude tím slabší, čím přesněji se dají změny poptávky po penězích předvídat. Další okolností, omezující účinnost monetaristické měnové politiky, je obtížná ovlivnitelnost sledovaného peněžního agregátu při praktickém provádění měnové politiky (8).

Podle kvantitativní rovnice směny velikost nominálního produktu nezávisí jenom na nabídce peněz, ale i na rychlosti jejich oběhu. Pokud by rychlost oběhu peněz byla konstantní, mohla by centrální banka změnou nabídky peněz přímo působit na konečné cíle stabilizační hospodářské politiky. Rychlost oběhu peněz ovšem konstantní není z mnohých důvodů, jako je efektivita finančního systému, frekvence plateb, výše úrokových měr nebo výše očekávané míry inflace (2).

### **3.3.2.3 *Alternativní přístupy***

Monetaristé dávají přednost monetární politice a poukazují na délku politických časových zpoždění. Keynesiánci naopak upozorňují na opožděnou reakci firem a spotřebitelů na zásahy monetární politiky a kladou důraz na fiskální politiku. Jakkoliv je monetaristický a keynesiánský přístup k měnové politice odlišný z krátkodobého hlediska, v dlouhodobém hledisku se shodují. Vestavěné stabilizátory jsou účinné jenom v podmínkách stability cen a změna agregátní poptávky vyvolá pouze změnu cenové hladiny, nikoliv reálného produktu (2).

Tyto aktivistické měnové politiky, které se neustále přizpůsobují vývoji ekonomiky, mají tlumit hospodářský cyklus, ale naráží na problém zpoždění. Centrální banky pracují s historickými hodnotami, a proto zde vždy existuje určité zpoždění při aplikaci nástrojů měnové politiky. Jedná se dle Friedmana o zpoždění rozpoznávací, rozhodovací a zapůsobení. Díky nim může působit tato politika spíše procyklicky než proticyklicky (9). Jak uvádí Pavelka: „*Již zmiňovaný Friedman např. tvrdí, že změna peněžní zásoby se projeví změnou reálného produktu za 6-9 měsíců. Za dalších 6-9 měsíců pak bude následovat dopad na cenovou hladinu.*“ (15, 2007, str. 210).

Neokeynesiánci na rozdíl od monetaristů a keynesiánců zauímají k oběma přístupům k měnové politice kompromisní postoj. Uznávají negativní a pozitivní rysy regulace úrokovými měrami i peněžní nabídkou. Domnívají se, že jednostranná orientace na regulaci úrokových sazeb po určité době zvýrazní její negativa. Stejně tak přísná orientace centrální banky na regulaci peněžní nabídky za nějaký čas zdůrazní její nedostatky. Časová zpoždění a inflační důsledky keynesiánského přístupu, stejně jako nepředvídané dopady měnového pravidla na úrokovou sazbu a zaměstnanost, neumožňují orientaci pouze jedním směrem. Dle neokeynesiánců je výhodnější střídavě působit podle aktuální potřeby na úrokové míry nebo množství peněz v oběhu. Tak se sice zcela nestabilizuje ani jedna z obou veličin, ale jejich vývoj se udrží v mezích přijatelných pro stabilní rozvoj ekonomiky (2).

Existují i přístupy k monetární politice alternativní, jako například systém fixních měnových kurzů, úvěrový transmisní mechanismus nebo přímé cílování inflace:

- **Fixní měnové kursy**

Měnová politika se zde podřizuje kursové politice. Pokud centrální banka explicitně vyhláší fixní měnový kurs jako svůj cíl, rezignuje tím na své zaměření ovlivňovat prioritně vnitřní ekonomickou stabilitu (8). A jak Holman (9) dodává, režim stabilního měnového kurzu znemožňuje centrální bance provádět expanzivní nebo restriktivní měnovou politiku.

Při expanzivní měnové politice povede růst peněžní zásoby k poklesu domácí úrokové míry pod úroveň světové úrokové míry. Investoři začnou prodávat domácí aktiva a nakupovat zahraniční aktiva, a tím dojde k tlaku na deprecii domácí měny. Jelikož

existuje fixní měnový kurz, musí centrální banka nakupovat za své devizy domácí měnu. Tím však dochází k dalšímu poklesu peněžní zásoby a navrácení úrokové míry na úroveň té světové. Nemůže tak dojít k růstu investic a tím ani k růstu produktu a poklesu nezaměstnanosti. Aktivita centrální banky je neúčinná. Analogickým způsobem je v prostředí fixních měnových kurzů neúčinná i monetární restrikce (15).

- **Úvěrový kanál transmisního mechanismu**

Tradiční keynesiánský transmisní mechanismus může být nahrazen tzv. úvěrovým kanálem. Vychází ze skutečnosti, že investiční výdaje jsou obvykle financovány bankovním úvěrem. Jejich uskutečnění je tudíž závislé na poskytování úvěrů bankami. Totiž, s poklesem peněžní zásoby sice klesají poskytnuté úvěry, ale komerční banky "přidělují úvěry" při nezměněné úrokové sazbě (např. si udržují spolehlivé klienty, nedůvěřují slibovaným vysokým výnosům rizikových investičních projektů). Naopak s růstem peněžní zásoby sice dochází k poklesu úrokové sazby, objem poskytovaných úvěrů a tudíž ani investiční výdaje však nerostou. Komerční banky opět opatrně "přidělují úvěry" podnikům. Měnová politika se v těchto podmínkách stává značně nejistou (8).

- **Stálý měnový růst**

Další možností, jak učinit měnovou politiku neaktivistickou a transparentní je stabilní pravidlo stálého měnového růstu. Zneutralizováním měnové politiky dochází k dlouhodobě lepší stabilizaci ekonomiky, než v případě aktivistické politiky. Politika stálého měnového kurzu musí být důvěryhodná, aby dle ní mohla veřejnost přizpůsobit svá inflační očekávání. Její hlavní nevýhodou je neschopnost akomodovat nepříznivé inflační šoky (9).

- **Přímé cílování inflace**

Bariérou účinnosti monetaristického přístupu je nejistota mezi růstem peněžní zásoby a vývojem míry inflace z důvodů nestabilní poptávky po penězích. Tento tradiční přístup je přitom zaměřen na zprostředkující cíl v podobě peněžní zásoby, teprve prostřednictvím tohoto "peněžního cílení" je dosahováno konečného cíle nízké inflace. Alternativní přístup k měnové politice proto vypouští zprostředkující cíl a vyhlašuje pouze konečný cíl. Měnová politika má tedy podobu "inflačního cílení". Inflační cíl je přitom explicitně vyhlášen, což má důležitý dopad především na tvorbu inflačních očekávání (8).

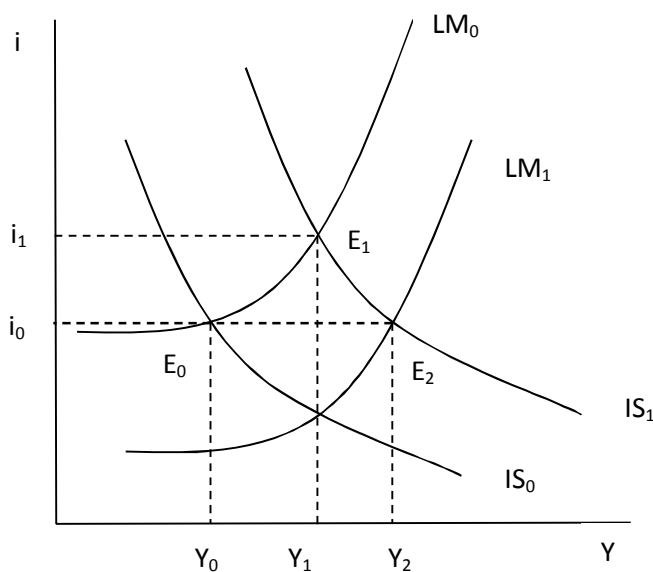
### 3.3.3 Kombinace monetární a fiskální politiky

Jak již bylo výše uvedeno, měnověpolitická rozhodnutí musí počítat s časovým zpožděním výsledků v hospodářství. Pokud stát chce úspěšně zasahovat do chodu ekonomiky, musí s těmito zpožděními počítat. V reálném hospodářském životě se ovšem realizují monetární a fiskální politika současně. Ačkoliv na fiskální politiku dopadají rovněž zpoždění z důvodu rozhodovacího procesu státních orgánů nebo z důvodu reakce spotřebitelů a firem na státní zásahy, může podporovat monetární politiku, než se její důsledky projeví. Stát prostřednictvím státních nákupů přímo mění velikost agregátní poptávky (2).

Vláda může vynakládat rozpočtové výdaje na stavbu dálnic, vodních přehrad či nemocnic, na vzdělání a vědu, péči o zdraví, zlepšování životního prostředí a další. Může také snižovat důchodové daně placené obyvatelstvem, nebo snižovat důchodové daně korporací apod. Všechny tyto speciální fiskální politiky zvyšují v různé intenzitě agregátní poptávku a zvyšují produkci, ale současně mění strukturu produkce. Časová zpoždění, spojená s reakcí spotřebitelů a firem, jsou ale u fiskální politiky nižší než u monetární politiky (12).

Dosažení a udržení cíle úrovně potenciálního produktu a plné zaměstnanosti lze tedy dosáhnout velkým množstvím možných kombinací fiskální a monetární politiky. Představme si nyní příklad eliminace vytěšňovacího efektu prostřednictvím těchto dvou politik:

Obrázek č. 2: Kombinace monetární a fiskální politiky



Zdroj: Brčák, Sekerka, 2010, str. 231



Předpokládejme, že nejprve dochází k fiskální expanzi, která posune křivku  $IS_0$  na  $IS_1$ . Při nezměněné křivce  $LM_0$  se mění pozice rovnovážného produktu z  $E_0$  na  $E_1$  a zároveň roste úroková míra z  $i_0$  na  $i_1$ . Ve druhém kroku na tuto fiskální expanzi reaguje monetární politika a svojí expanzí eliminuje vytěšňovací efekt, tedy vrátí úrokovou míru zpátky na hodnotu  $i_0$ . Novým bodem rovnováhy je nyní  $E_2$ . Obdobným způsobem celý proces funguje i za předpokladu, že nejprve provede změnu monetární politika, na kterou analogicky zareaguje fiskální politika (2).

Volba kombinací fiskální a monetární politiky je obtížným a politicky kontroverzním problémem. Monetární expanze vede ke snížení úrokových sazeb, které působí na úrokově citlivé komponenty agregátní poptávky, zejména na budoucí investiční výdaje. Efekty fiskální politiky jsou závislé na tom, jaké zboží a služby vláda kupuje, jaké daně snižuje a jaké transferové platby zvyšuje. Uplatnění jednotlivých druhů politik vede k různým efektům, tj. důsledkům na plnou zaměstnanost, na strukturu výroby, na výši úrokové sazby aj. Současné se různě dotýká zájmů jednotlivých skupin obyvatelstva země. Záleží, zda parlament a vláda dají přednost růstu produkce v budoucnosti anebo dají přednost vyšší současné úrovni veřejných služeb. Implementace kombinace těchto politik tak musí být pečlivě zvážena, aby mohla přinést zamýšlený efekt (12).

### **3.3.4 Inflace**

Inflace je jedním z hlavních makroekonomických ukazatelů. Nejstručněji ji lze charakterizovat jako růst cenové hladiny v čase. Jak ale podotýká Flammant (6), všeobecný růst cenové hladiny neznamena stoupaní veškerých cen, tj. některé mohou stagnovat či dokonce klesat. Cenová hladina představuje úroveň cen určitého souboru statků. Pokud dochází naopak k poklesu cenové hladiny, nazývá se tento jev deflace. K deflaci dochází velmi zřídka a nejčastěji postihuje ekonomicky vyspělé země jen v krátkém období. Při dlouhodobějším trvání může mít nebezpečné následky, které vedou k ohrožení stability finančního sektoru ekonomiky, poklesu zaměstnaneckých mezd a růstu nezaměstnanosti. Z deflační spirály může ekonomiku dostat až posílení agregátní poptávky prostřednictvím fiskální politiky státu (24).

Cenovou hladinu mezi dvěma obdobími, značenými například  $t$  a  $t-1$ , označujeme jako míru inflace. Ta se vypočítá podle následujícího vztahu:

$$\text{míra inflace} = \frac{\text{cenová hladina}_{(t)} - \text{cenová hladina}_{(t-1)}}{\text{cenová hladina}_{(t-1)}} \cdot 100 [\%]$$

Vzorec určuje tempo růstu cenové hladiny, tj. o kolik procent se změnila cenová hladina v roce  $t$  oproti roku  $t-1$ . Pokud se cenová hladina zvýšila, hovoříme o akcelerující inflaci. V opačném případě hovoříme o dezinflaci (8).

Mírou inflace se nazývá procentní tempo růstu cenové hladiny za dané období. V praxi se měří nejčastěji pomocí implicitního deflátoru HDP (podílu nominálního a reálného hrubého domácího produktu vyrobeného v daném roce), nebo explicitních indexů všeobecné cenové úrovně. Mezi ně patří index spotřebitelských cen (CPI, Consumer price index) a index cen výrobců (PPI, Producent price index). Důležitý je rovněž tzv. harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP, Harmonised Index of Consumer Prices), který vznikl za účelem srovnatelnosti indexů mezi jednotlivými státy (24).

Na základě výše míry inflace rozlišujeme tři stupně závažnosti. Mírná inflace dosahuje jednociferných hodnot, jedná se o malý a předpověditelný nárůst cen. Pádívá inflace už dosahuje dvouciferných až tříciferných hodnot. Jedná se o velmi vysokou inflaci, peníze ztrácí svoji hodnotu a lidé mají tendenci držet jich co nejméně. Nejzávažnějším stupněm je hyperinflace. Ceny rostou až o miliony procent ročně. Ekonomiky se obvykle vyznačují indexováním k zahraničním měnám, protože je měření na základě velmi proměnlivých běžných cen obtížné. Pro všechny hyperinflační ekonomiky je také charakteristický vysoký státní deficit (20).

### **3.3.3.1 Příčiny a léčení inflace**

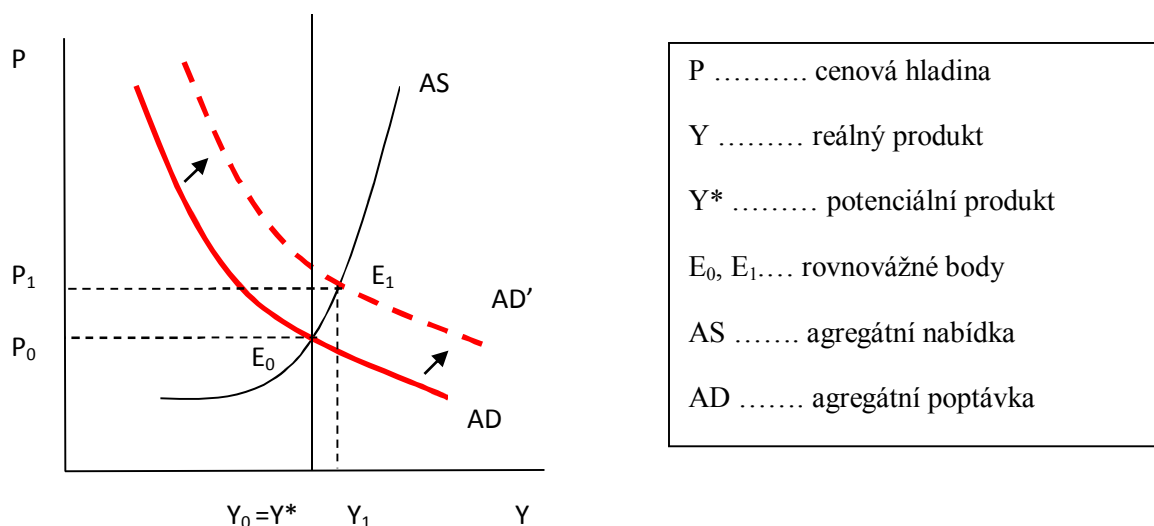
Z hlediska prvotního impulzu rozlišujeme inflaci taženou poptávkou a inflaci tlačnou náklady.

- **Inflace tažená poptávkou**

Poptávkovou inflaci vyvolaná růst agregátní poptávky, který není doprovázený dostatečným růstem agregátní nabídky. Podle Keynesiánců má na poptávkovou inflaci vliv např. růst spotřebních a investičních výdajů, včetně multiplikačního efektu. Podle Monetaristů ji ovlivňuje nesprávná (expanzivní) měnová politika centrální banky (8).

Růst agregátní poptávky převyšuje růst potenciálního produktu a tato nerovnováha mezi agregátní nabídkou a agregátní poptávkou působí na zvýšení cen. Roste výroba, snižuje se nezaměstnanost, díky horší dostupnosti volné pracovní síly roste mzda. Mezi důležité faktory, způsobující poptávkovou inflaci, patří prudký růst nabídky peněz. Zvýšené množství peněz navýší agregátní poptávku a tím i cenovou hladinu (20).

**Obrázek č. 3: Inflace tažená poptávkou**



Zdroj: Sekerka, 2007, str. 261

Na počátku je rovnovážným bodem agregované nabídky a poptávky bod  $E_0$ . Produkce je na úrovni potenciálního produktu  $Y_0 = Y^*$ . Nyní dojde k posunu křivky agregátní poptávky z  $AD$  do  $AD'$ . Rovnovážný bod se změnil na  $E_1$ . Potenciální produkt se nepřítliš zvýšil z  $Y_0$  na  $Y_1$ , zato cenová hladina se dostala z  $P_0$  na  $P_1$ . Vzniká inflace tažená poptávkou.

K omezení růstu míry inflace je potřeba realizovat restriktivní monetární politiku, která povede ke snížení tempa růstu peněžní zásoby, nebo restriktivní fiskální politiku, která bude snižovat státní výdaje. V případě snižování tempa růstu agregátní poptávky prostřednictvím restriktivní monetární politiky máme k dispozici dvě základní metody

léčení - aplikaci výrazného a permanentního snížení míry růstu agregátní poptávky - tzv. metoda cold turkey, nebo pomalé a postupné snižování míry růstu agregátní poptávky, tj. nominálního produktu - tzv. gradualistická metoda (12).

Léčba inflace spojená s metodou cold turkey je nákladnější. Pramení z výrazných ztrát produkce pod potenciální produkt a také vysokou mírou nezaměstnanosti. Recese spojená s dezinflací je sice kratší, ale zato hlubší. U gradualistické metody je naopak nezaměstnanost a recese mírnější, ale zato trvá déle. Z hlediska důvěryhodnosti je metoda cold turkey výhodnější. Důvodem je míra očekávané inflace a její adaptabilita na skutečnou míru. Pokud v kratším období dojde k výraznému poklesu míry růstu agregátní poptávky, veřejnost uvěří této politice a míra očekávané inflace bude klesat. Vzhledem k tomu, že gradualistická metoda je dlouhodobějšího trvání, nedochází v prvních letech k výraznějšímu poklesu skutečné míry inflace. Pro veřejnost tak není tato politika přesvědčivá natolik, aby snížili míru očekávané inflace (12).

Léčením inflace snižováním tempa růstu agregátní poptávky má za následek pokles produkce a zaměstnanosti. Proto jsou hledány způsoby dezinflace, které by nezpůsobovaly tyto recese. Říká se jim důchodové politiky a zahrnují kontrolu mezd a cen. Této kontroly lze docílit státním nařízením (zmrazení cen a mezd), nebo přesvědčováním odborů a firem, aby udrželi míru růstu cen na přijatelné úrovni. Zmrazení mezd a cen vede k neefektivní alokaci zdrojů, ale může mít pozitivní vliv na snížení inflačního očekávání. To pokud se tato politika bude jevit jako dlouhodobá. Snížením inflačního očekávání se posune křivka AS doprava dolů. Za dané křivky AD to potom znamená snížení skutečné míry inflace. Podmínkou je snížená agregátní poptávka. Pokud by kontrolu cen doprovázela nesnížená míra agregátní poptávky či dokonce její růst, efekt kontroly mezd a cen by se částečně nebo zcela vytratil (21).

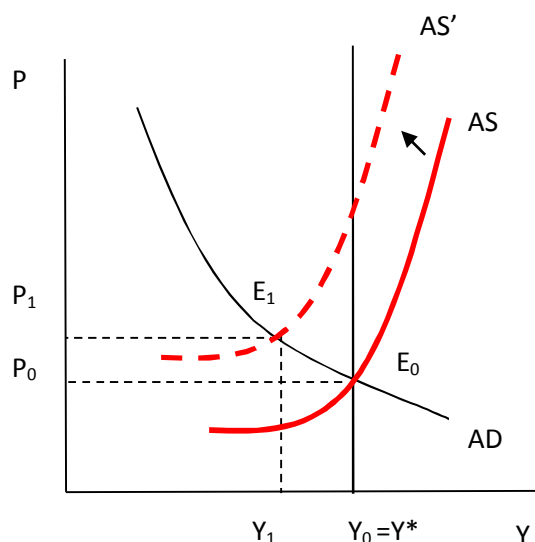
Ne vždy je ovšem použití restriktivní měnové politiky vhodné. Například při čisté importní nákladové inflaci nebo čisté exportní ziskové inflaci, kdy dochází k vertikálnímu posunu křivky agregátní nabídky. Kdybychom zde restriktivní monetární politiku aplikovali, mírně klesne cenová hladina, ale výrazně poklesne produkt a vzroste nezaměstnanost (13).

- **Inflace tlačena náklady**

Inflace tlačena náklady je způsobována růstem nákladů, který není dostatečně kompenzován produkcí, či odpovídajícím poklesem poptávkové funkce. Nabídková křivka se posouvá doleva nahoru. Za růstem nákladů může stát mnoho důvodů, například, růst nominálních mezd bez odpovídajícího růstu produktivity práce, zvyšování cen výrobních faktorů, nutnost přejít na jiné, méně kvalitní suroviny nebo energii, či jejich zdražování (24).

Jak uvádí Mandel (13), tak rovněž depreciace devizového kurzu může způsobit tři druhy nabídkových inflací – importní nákladovou inflaci, exportní ziskovou inflaci a inflaci ze zhoršení směnných relací.

**Obrázek č. 4: Inflace tlačena náklady**



Zdroj: Sekerka, 2007, str. 263

Agregátní poptávka protíná agregátní nabídku v bodě  $E_0$  při velikosti produktu  $Y_0$  za cenové hladiny  $P_0$ . Nyní se posune křivka agregátní nabídky směrem doleva nahoru, z AS do AS'. Firmám se zvyšují náklady a tak za stejné peníze nakoupíme méně zboží. Rovnovážný bod se nám přesunul do  $E_1$ , kde nová agregátní nabídka protíná původní agregátní nabídku. Reálný produkt se sníží na  $Y_1$  a cenová hladina vzroste na  $P_1$ . Dochází k nabídkové inflaci, neboli inflaci tlačena náklady (cost push inflation). Z hlediska prvotního impulzu lze inflaci tlačena náklady léčit odstraňováním nebo tlumením nepříznivých nabídkových šoků a formováním pozitivních nabídkových šoků (24).

- **Kombinace nákladové a poptávkové inflace**

Posuny křivek agregátní poptávky a agregátní nabídky na sebe většinou působí protisměrně, aby tak utlumily nepříznivé inflační šoky. Může ovšem nastat i situace, kdy na zvyšování cenové hladiny působí pohyb obou křivek. Příkladem budiž inflace z aktivního salda výkonové bilance. Devalvace devizového kurzu vede ke zvýšení exportu a k poklesu importu zboží a služeb. Pokud toto kladné saldo obchodní bilance není vyváženo vývozem kapitálu do zahraničí, dochází k devizovým intervencím a tím i k růstu množství peněz v oběhu. Křivka agregátní poptávky se posouvá doprava nahoru a křivka agregátní nabídky horizontálně doleva, pokud došlo ke změně čistého reálného salda výkonové bilance v domácí měně. Tyto posuny tak tlačí na růst cenové hladiny (13).

### **3.3.3.2 Důsledky inflace**

Negativní vlivy inflace na ekonomický vývoj jsou nazývány náklady inflace. Dopadají především na reálnou hodnotu bohatství a reálné důchody, na životní úroveň obyvatelstva a na rovnováhu ekonomiky. Hlavní dva důsledky jsou přerozdělovací (redistributivní) efekt a narušení informační funkce cen (19).

Vliv inflace je patrný v přerozdělování reálné hodnoty úspor. Při záporné reálné úrokové sazbě je míra inflace vyšší než nominální úroková sazba. To znamená, že věřitelé získávají zpět nižší peněžní sílu, než jakou půjčovali a to ještě navíc bez reálného úroku. Nevyrovnaná inflace má vliv také na přerozdělování reálných důchodů. Skutečná inflace je vyšší než očekávaná a tak relativně či absolutně klesají platy jedné skupiny ve prospěch jiné skupiny. Tyto skutečnosti nejčastěji dopadají na sociální důchody. Osoby žijící z převážně fixních příjmů nemohou v plné výši kompenzovat dopady inflace a klesá jejich životní úroveň. Aby se zabránilo tomuto poklesu, dochází v některých zemích k indexování (valorizaci) fixních důchodů. To znamená, že se postupně přizpůsobují stávající nebo očekávané inflaci (8)

Druhý důsledek ovlivňuje cenové relace. Nevyrovnaný cenový vývoj v různých oblastech komplikuje odhad budoucích nákladů i rentability a může odrazovat od provádění firemních investic. Tyto komplikace tak snižují ekonomickou efektivnost (24).

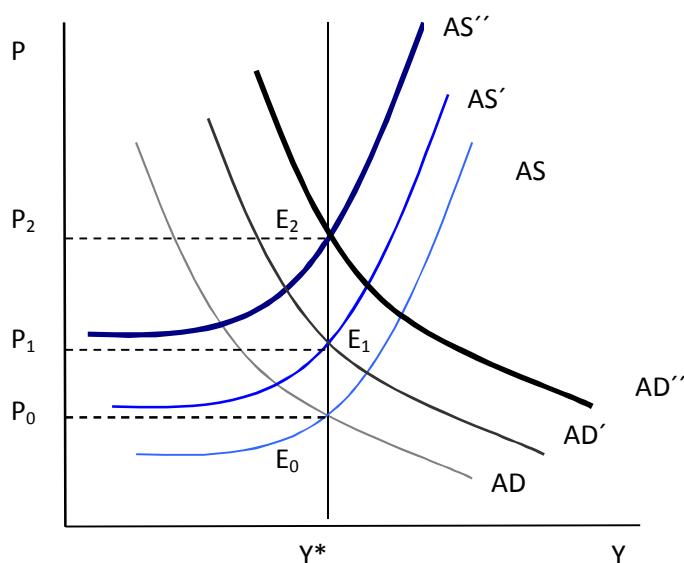
### 3.3.3.3 Očekávaná a setrvačná inflace

Míra inflace je trvalým průvodním jevem ekonomiky a je tak hospodářskými subjekty očekávána. Proto řada ekonomik přešla k cílování inflace, díky čemuž tak mohou centrální banky ovlivňovat inflační očekávání. Většina smluv, ale i cen a mezd je tedy stanovena s přihlédnutím k inflačnímu očekávání v budoucnu a inflace tak získává setrvačný charakter (24).

Existují dvě základní pojetí očekávané inflace: adaptivní a racionální očekávání. Adaptivní očekávání se zakládají na dřívějším vývoji inflace. Očekávaná inflace by odpovídala průměrné inflaci za poslední roky, v nejjednodušším případě inflaci předcházejícího roku. Racionální očekávání vychází z teorie, že se lidé při tvorbě svých očekávání nedopouštějí systematických chyb, jako například podhodnocování inflace. Svá očekávání zakládají na všech dostupných informacích o budoucím chování inflace. Z adaptivního očekávání nedokážeme odpovědět, zda se jedná skutečně o očekávání nebo o kompenzaci za minulou inflaci. Proto je větší důraz kladen na racionální očekávání (21).

Podle Dornbusche a Fischera (3) je inflace setrvačná, jestliže míra inflace reaguje pomalu na změnu politiky. Pokud se například mzdy budou upravovat na základě minulé inflace, bude se inflace přizpůsobovat pomalu změně tempa růstu peněz i v případě, že racionální očekávání budou správná.

Obrázek č. 5: Setrvačná inflace



Zdroj: Samuelson, 2007, str. 678

Můžeme také narazit na pojem stagflace, která vymezuje inverzní vztah mezi inflací a výstupem z důvodů změn očekávané inflace a posunem křivky agregátní nabídky. „*Stagflace nastává, když roste inflace a výstup buď klesá, nebo se přinejmenším nezvyšuje.*“ (3, 1994, str. 436).

Vzhledem ke znalosti vývoje inflace z předchozích období lze do určité míry předvídat její vývoj v určité míře v následujícím období. Dochází k růstu mzdových a ostatních nákladů. A zároveň dochází k akomodaci měnové politiky centrální banky, aby míra nezaměstnanosti nerostla nad přirozenou míru. To vede k růstu agregované poptávky. Obě křivky se tak pohybují a rovnovážné body si udržují úroveň potenciálního produktu. Co se však mění, je cenová hladina. Dochází k setrvačné inflaci (20).



## **4 Analytická část**

### **4.1 Monetární politika ČNB ve vybraných letech a její dopady na ekonomiku**

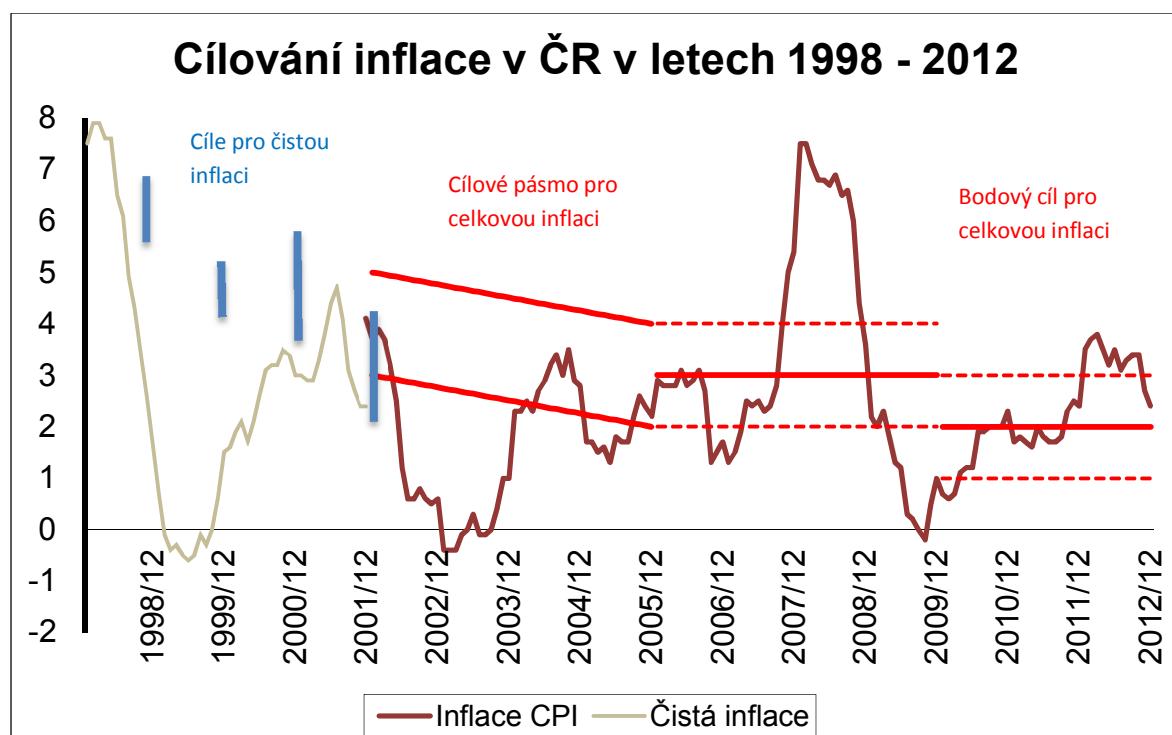
V této kapitole se podíváme na vlivy a důsledky monetární politiky České republiky od pádu totalitního režimu po krizové momenty hospodářské krize posledních let. V následujících kapitolách je uveden vývoj českého hospodářství v letech 1998 – 2012, se zaměřením na vývoj cenové hladiny, reakce monetární politiky a růst peněžních agregátů (přílohy č. 3, 8 a 9) a hrubého domácího produktu. V přílohách jsou přiloženy i predikce na následující měsíce roku 2013 (příloha č. 14).

Vývoj měnové hladiny je pevně spojen s historickými a politickými událostmi. Za nejvýraznější událost novodobých dějin našeho státu můžeme považovat rozpad komunistického režimu a přechod k politickému zřízení na základě demokratických principů na podzim roku 1989. Z makroekonomického hlediska se jednalo především o změnu z direktivního řízení ekonomiky na řízení tržní. Změna teritoriální orientace ve prospěch ekonomicky vyspělejších států si vyžádala strukturální změny ekonomiky a realizaci ekonomické reformy. Jejimi hlavními body byla rozsáhlá privatizace, stanovení kurzového režimu, nebo rychlá liberalizace cen a zahraničního obchodu. Především ona skoková liberalizace cen způsobila v roce 1991 vysoký růst spotřebitelských cen, celkem o 57% celoročně. Důležitou roli hrála mzdová regulace, která omezovala sílíci inflační tlaky (průměrná mzda vzrostla jen o 3,2%). Růst spotřebních cen o 11% v roce 1992 způsobil nárůst cen nájemného, energie, plynu, stočného apod.

Datum 1. 1. 1993 znamenalo další strukturální změny naší republiky. Dle ústavního zákona č. 542/1992 Sb. o zániku České a Slovenské Federativní Republiky vznikla Česká republika. Funkce centrální banky převzala po Státní bance československé Česká národní banka, kterou téhož roku čekala první zatěžkávací zkouška. Silný inflační impuls po zavedení daně z přidané hodnoty, jejíž základní daňová sazba činila na tehdejší poměry celkem vysokých 23%, způsobil nárůst inflace na konci roku do výše 20,8%. Roky 1994 a 1995 se nesly ve znamení dynamického růstu ekonomiky. Inflaci se podařilo udržovat pod hranicí 10% a vstup ČR do OECD (Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj)

v roce 1995 nasvědčoval o úspěšnosti transformace ekonomiky. Přesto i v tomto období působily negativní vlivy, které eskalovaly v létě 1996 ke zpřísnění měnové politiky. Důsledkem tohoto kroku bylo výrazné zpomalení růstu ekonomiky v následujícím roce a jen mírný pokles míry inflace z 8,8% na 8,5%. V důsledku masového přílivu zahraničního kapitálu v květnu 1997 došlo k silné deprecii domácí měny. Byl uvolněn fixní kurz koruny, který byl nakonec znehodnocen o přibližně 10%. Nestabilita po tomto měnovém otřesu si žádala vytvoření preventivních opatření. Z nabídky několika východisek bylo nakonec vybráno cílování inflace.

**Obrázek č. 6: Zdařilost cílování inflace v ČR v letech 1998 – 2012**



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

### 4.1.1 Ekonomický vývoj ČR v roce 1998

Ke změně strategie měnové politiky na cílování inflace vedlo několik stěžejních důvodů. Ztráta nominální kotvy v podobě kurzového závěsu destabilizovala vývoj dovozních cen a neplnila tak funkci opěrného bodu transformace v procesu dezinflace. Míra inflace se sice stále držela pod deseti procenty, ale vzhledem k neměnnosti inflačního očekávání by k dalšímu výraznějšímu snížení docházelo jen velmi obtížně. Posledním impulzem byla inspirace nízkými inflačními hodnotami zemí Evropské unie, ke kterým se ČR snažila

přiblížit v rámci potenciálního členství. Byl zaveden nový pojem, tzv. čistá inflace, která je definovaná jako přírůstek spotřebitelských cen po odečtení položek regulovaných cen a po očištění o vliv dalších administrativních opatření. Nový a stěžejní střednědobý cíl znamenal udržení čisté inflace v rozmezí 3,5 – 5,5% do konce roku 2000. Krátkodobý kontrolní cíl pro rok 1998 měl nastavený interval 5,5 – 6,5%.

Zvýšení některých regulovaných cen a sazeb nepřímých daní způsobilo vysokou hladinu CPI během prvního čtvrtletí (13,4%) a nárůst cen potravin (o 1,2%) i nepotravinářského zboží (o 1%) zapříčinil růst čisté inflace na hodnotu 7,9%. Během druhého čtvrtletí se podařilo korigovat nepříznivé inflační očekávání a zpomalit nárůst spotřebitelských cen i čisté inflace. Celkový pokles poptávky nebo urychlování produktivity práce vůči růstu reálných mezd tlumily inflační tlaky a už v červnu dosahovala čistá inflace hodnoty horní hranice krátkodobého cíle. Díky silné restriktivní fiskální a monetární politice a působením externích faktorů (vývoj cen na zahraničních trzích, zhodnocení koruny) index CPI dále klesal i v druhém pololetí a na konci roku jeho výše činila 6,8%. Tedy o více než polovinu méně, než byla jeho hodnota na začátku roku. Výrazně se též zmírnil meziroční pokles spotřeby domácností. Důležitou roli odehrála situace na trhu potravin. Dotovaný dovoz ze zemí Evropské unie a pokles cen na světových trzích způsobili pokles cen potravin o 5% než v polovině roku. Tyto události neměly vliv pouze na vývoj cenové hladiny, ale také na trh práce. Poptávka převyšovala nabídku a rostla nezaměstnanost. Výsledkem byla čistá inflace na konci roku, která svou hodnotou (1,7%) byla výrazně pod vymezenou spodní hranicí krátkodobého cíle. ČNB tak pokračovala se snižováním klíčových úrokových sazeb. Výše lombardní sazby činila na konci roku 12,5%, 2T repo sazba 9,5% a diskontní sazba 7,5%. Jednalo se tak o značné snížení oproti hodnotám ze začátku roku, proto byl proces snižování rozdělen do několika kroků, aby nezpůsobil nepříznivé šoky na finančních trzích a neohrozil rovnovážný domácí vývoj. Snížení sazby se týkalo i povinných minimálních rezerv z primárních vkladů, kde klesla z 7,5% na 5%. Míra inflace, vyjádřena ročním klouzavým průměrem indexu CPI, dosáhla na konci roku hodnoty 10,7%. Tyto skutečnosti nasvědčovala dobrým předpokladům ke splnění střednědobého cíle. Jako krátkodobý inflační cíl na konec roku 1999 bylo stanoveno pásmo  $4,5 \pm 0,5\%$ .

### 4.1.2 Ekonomický vývoj ČR v roce 1999

Následující rok pokračoval proces dezinflace a pokles cenových indexů (např. v červenci byla hodnota CPI 1,1%). Čistá inflace vydržela absolutně klesat téměř po celý rok. Na pohyb výše spotřebitelských cen měl největší vliv růst regulovaných cen a pokles cen potravin. Ceny potravin klesly z důvodů subvencí zemědělských produktů, nadprodukcí některých komodit, stagnující spotřebitelskou poptávkou, nízkých cen zemědělských produktů na zahraničních trzích, či konkurenčním bojem. Inflační tlaky mohl způsobit růst reálných mezd, ten byl však kompenzován růstem nezaměstnanosti. Nejnižší hodnota čisté inflace činila v červenci 1999 -0,6%.

Na počátku roku 1999 došlo k obratu v trendu klesajících meziročních přírůstků peněžních agregátů, jenž byl charakteristický pro celý rok 1998. V meziročním vyjádření se zvýšil přírůstek peněžního agregátu M2 z 5,2 % v prosinci 1998 (nejnižší hodnota od počátku roku 1993) až na 10,6 % v únoru 1999. Pokles z období května až srpna byl vystřídán meziročním zrychlováním ze 7,1 % v srpnu na 9,9 % v říjnu, s následným mírným poklesem na 9,3 % v listopadu. Tempo růstu peněžní zásoby bylo vysoké a předstihovalo tempo růstu nominálního HDP. Krátkodobé zvyšování peněžní zásoby prozatím nevyvolalo bezprostřední inflační tlaky. Ekonomická aktivita vyjádřená meziroční změnou HDP v prvním čtvrtletí 1999 poklesla o 4,5 %. K poklesu HDP nejvíce přispěl pokles čistého vývozu (-3,4 %), pokles hrubé tvorby fixního kapitálu (-1,9 %) a změna stavu zásob (-0,2 %). Údaj o HDP za druhé čtvrtletí poprvé po pěti čtvrtletích vykázal kladnou hodnotu a začal signalizovat postupné ožívování ekonomiky a odeznívání recese. Na konci roku skončil s hodnotou 1,7%.

Meziroční index čisté inflace nabýval na konci roku hodnoty 1,5%, tedy o 2,5% pod predikcí tohoto roku. Proces splnění střednědobého cíle na konec roku 2000 se zdál být na správné cestě. ČNB pokračovala ve snižování klíčových úrokových sazeb, které bylo zahájeno v polovině roku 1998. V několika krocích klesla repo sazba z 8,75% na 5,25%. Diskontní sazba se ustálila na 5% a lombardní sazba na 7,5%. Důležitým faktorem, který ovlivňoval rozhodování ČNB o nastavení klíčových sazeb, bylo postupné snižování úrokového diferenciálu mezi ČR a zeměmi EMU. Od října začala rovněž platit snížená sazba PMR z 5% na 2%. Výše míry inflace vyjádřené ročním klouzavým průměrem indexu

CPI v průběhu roku klesala až na hodnotu 2,1%. Prognóza na následující rok byla stanovena v intervalu 3,6 - 4,2%.

### **4.1.3 Ekonomický vývoj ČR v roce 2000**

Především navýšení regulovaných mezd o 3,1% meziměsíčně vedlo v roce 2000 k mírnému růstu CPI. Zvýšení cen a korigované inflace způsobily ve druhém čtvrtletí růst čisté inflace. V důsledku nákladových tlaků (zvyšování cen energetických surovin na světových trzích a znehodnocení koruny vůči americkému dolaru) rostly i ceny průmyslových a zemědělských výrobců. Ty, jak je známo, často předpovídají vývoj spotřebitelských cen. Ve třetím čtvrtletí se tak tyto změny začaly promítat do navýšení cen potravin. V závěru čtvrtletí provedla centrální banka devizovou intervenci s cílem korigovat vývoj devizového kurzu. Docházelo ale rovněž k hospodářskému oživení. Zvýšením objemu čistého exportu a růstem poptávky po investicích rostla hodnota HDP, míra nezaměstnanosti klesala a produktivita práce rostla rychleji než reálné mzdy. Díky této situaci zůstaly mzdově-nákladové tlaky utlumovány. Poptávkové tlaky zůstaly i přes lehký nárůst spotřebitelské poptávky ve třetím čtvrtletí nadále tlumeny. Tempo růstu peněžní zásoby měřené meziročním přírůstkem peněžního agregátu M2 bylo v průběhu roku poměrně stabilní, o čemž svědčí listopadová hodnota meziročního přírůstku 7,1%. Na vysokých hodnotách se držel i přírůstek peněžního agregátu M1, byť poklesl z květnové hodnoty 16,8% na 13,5% ke konci roku.

Oproti minulému roku měl roční klouzavý průměr míry inflace rostoucí charakter, byť se stále ještě jednalo o nízké hodnoty (3,9% na konci roku). Pokles korigované inflace z 4,1% (červenec) na 2,6% (prosinec) způsobila i přes nárůst cen potravin pokles cenového indexu CPI i čisté inflace. Ta nakonec skončila opět pod úrovní dolní hranice stanoveného intervalu s hodnotou 3%. Komplikovaná cesta k této nízké hodnotě započala na přelomu let 1998 a 1999, kdy došlo k prudkému poklesu energetických surovin a cen agrárních produktů. Tento pozitivní externí šok byl kompenzován opětovným zvýšením cen energetických surovin (především ropy a zemního plynu) v druhé polovině roku 1999 a pozvolný růst čisté inflace byl zastaven až koncem roku 2000, kdy důsledky těchto šoků pomalu odeznívaly a tempo růstu těchto surovin opět pokleslo. Po zhodnocení celkové situace byla stanovena prognóza inflace na rok 2001 již v dubnu roku 2000 a od té chvíle zůstala neměnná na stanoveném intervalu čisté inflace 1,7 - 3,4%.

#### 4.1.4 Ekonomický vývoj ČR v roce 2001

Hospodářský růst pokračoval i v roce 2001. Růst HDP byl následkem především růstu domácí poptávky a nezaměstnanost se dočkala během prvního čtvrtletí poklesu. Apresiasi koruny rovněž podporovala ekonomický růst. Rapidního nárůstu se však dočkal index CPI (10,6%) a to především z důvodu růstu regulovaných cen. Přesto čistá inflace v tomto období klesla a jednou z příčin bylo i oslabení růstu cen potravin. Jelikož byla lednová prognóza stabilizovaného cenového vývoje kladná, snížila ČNB své úrokové sazby. Dvoutýdenní repo sazba klesla na 5%, lombardní sazba na 6% a diskontní sazba na 4%. Důležité změny nastaly i v samotném cílování inflace. Inflační cíl byl stanoven pro celkovou inflaci, měřenou meziročním růstem CPI, pro období 2002 – 2005 v podobě kontinuálního pásma. Intervalové rozmezí 3 – 5% pro leden 2002 a pásmo 2 - 4% pro prosinec 2005. Pozměnily se také scénáře budoucího vývoje exogenních proměnných pro stanovení prognózy.

Druhé čtvrtletí zaznamenalo nárůst jak spotřebitelských cen, tak čisté inflace. Růst cen zemědělských výrobců (16,5% v dubnu) ovlivnil nárůst cen potravin (7,7% v červenci) a ceny rekreace a kultury rostly z důvodů nově zavedeného povinného pojištění cestovních kanceláří, zvyšující se poptávky po této oblasti a depreciace koruny vůči americkému dolaru. ČNB nenechala věci náhodě a kvůli vzrůstající hrozbě inflačních rizik a očekávání v polovině roku přehodnotila svou prognózu. Meziroční čistá inflace by se měla v prosinci 2001 pohybovat v intervalu 3,0 – 3,4% a index spotřebitelských cen by k témuž datu neměl vybočit z rozmezí 4,7 – 5,0%. Vývoj inflace se v následujícím čtvrtletí pohyboval v nově nastaveném intervalu u horní hranice a ČNB tak přistoupila ke snížení inflačních rizik prostřednictvím navýšení úrokových sazeb v polovině roku o 0,25%. Množství peněz v ekonomice téměř po celý rok postupně absolutně rostlo. Tento vývoj odpovídal vzestupu poptávky po penězích v souvislosti s pokračujícím ekonomickým růstem. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 dosáhl v červenci 13,3 %, což byla nejvyšší hodnota od září 1996. Ke konci roku mírně poklesly na úroveň kolem 12%.

Do konce roku pak pokračoval mírný růst inflace, jejíž míra se stabilizovala na 4,7%. Přesto díky poklesu růstu cen potravin a zhodnocení koruny vůči americkému dolaru došlo ke snížení korigované inflace na 2,1% a čistá inflace se svou výší přibližovala ke spodní hranici predikovaného pásma. V tomto okamžiku mohla ČNB mírně snížit úrokové sazby

o 0,5%. Repo sazba tak dosahovala hodnoty 4,75%, diskontní sazba 3,75% a lombardní sazba 5,75%. Inflační cíl byl splněn a predikovaná výše inflace na konec následujícího roku byla stanovena hodnotou 3%, pro červen roku 2003 pak hodnotou 2,8%.

#### **4.1.5 Ekonomický vývoj ČR v roce 2002**

Rok 2002 se nesl v duchu pokračování hospodářského růstu a klesání cenových indexů. Pro zamezení přílišné apreciace kurzu koruny vůči euru a americkému dolaru snížila ČBN úrokové sazby o 0,25%, avšak tento krok zastavil zhodnocování jen krátkodobě. V červnu dosahovalo sílení koruny vůči euru meziročního růstu 10,8%, vůči americkému dolaru dokonce 20,2%. Protiinflační prostředí se přibližovalo hodnotám eurozóny, a protože inflace klesala v rámci vymezeného intervalu (především díky poklesu cen dovozních surovin), došlo k dalšímu poklesu úrokových sazeb o 0,25%. Následovný vývoj cen specifické části spotřebního koše, jako jsou potraviny, rekreace a pohonné hmoty, měl za následek absolutní pokles čisté inflace v druhé polovině roku. Nejnižší hodnoty zaznamenal v měsících červenec a srpen, -0,6%. Za sníženými cenami pohonných hmot stál pokles cen ropy a ceny potravin měla na starosti převaha nabídky nad poptávkou na trhu zemědělských komodit. Důležitou roli odehrávalo i silné konkurenční prostředí maloobchodního trhu.

V takto nastaveném protiinflačním prostředí neměla silící poptávka šanci vyvolat výraznější tlaky. S ekonomickými ukazateli si pohrála i neočekávaná přírodní katastrofa v podobě rozsáhlých srpnových povodní. Zpomalení hospodářského růstu nebylo jen následkem snížené tvorby HDP (přibližně o 1% méně než v případě předešlého roku), ale i nezanedbatelným snížením cestovního ruchu. Částečně se i tyto skutečnosti podílely na vysokých hodnotách nezaměstnanosti, která se v prosinci dočkala vysokého růstu 9,8%. Protiinflační opatřením byla kompenzace v podobě zvýšených reálných mezd. Pokles meziročních přírůstků širších peněžních agregátů, který započal v lednu, pokračoval s mírným kolísáním po celý rok. Jejich vývoj odpovídal předpokladům ČNB, do nižší poptávky po penězích se odrazilo zpomalení ekonomického růstu i klesající inflace. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 dosáhl v prosinci 2002 nízké úrovně 3,2%.

Jelikož se vývoj inflace opět pohyboval pod spodní hranicí predikovaného pásma, přistoupila ČNB k dalšímu snížení úrokových sazeb, tentokrát o celé jedno procento. Od

prvního listopadu byla výše 2T repo sazby 2,75%, diskontní sazby 1,75% a lombardní sazby 3,75%. Na konci roku zůstaly hodnoty růstu CPI i čisté inflace na velmi nízkých hodnotách (0,6% růst spotřebitelských cen, -0,2% absolutní pokles čisté inflace). Cílové prognózy totiž nepočítali s nestabilním cenovým kurzem a přílišným zhodnocováním české koruny vůči významným zahraničním měnám. Hodnota celkové inflace, vypočítané klouzavým ročním průměrem, ukončila rok 2002 ve výši 1,8%.

#### **4.1.6 Ekonomický vývoj ČR v roce 2003**

Až do druhého čtvrtletí následujícího roku pokračovalo klesání hodnot spotřebitelských cen a inflace. Index CPI se dokonce na počátku roku dočkal absolutního poklesu -0,4%. Tento jev nezpůsobil jenom příznivý vývoj některých skupin spotřebního koše (především pokračující pokles cen potravin na -4,1%), ale také ukončený proces narovnávání cen regulovaných položek. Zájmem bylo, aby ceny těchto položek odpovídaly vynaloženým nákladům a výsledky činností byly ziskové. Důsledkem byl jejich absolutní pokles během celého prvního čtvrtletí, v březnu činila meziroční hodnota poklesu -0,8%, což bylo o 4,1% méně než na konci předcházejícího roku. Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 setrval stále na nízké úrovni a v květnu dosahoval historického minima 2,1%. Měnový vývoj v tomto období doprovodil důsledek odejmutí bankovní licence Union Bank, a.s. a jejího vyjmutí ze statistických výkazů. Od poloviny roku docházelo k mírnému nárůstu tohoto ukazatele a do konce roku se držel kolem hodnoty 5%. Oproti tomu meziroční přírůstky peněžního agregátu M1 vykazovaly nadále celoroční vysokou úroveň.

Jemný nárůst některých cen spotřebního koše a regulovaných cen vytáhl čistou inflaci i CPI krátkodobě ze záporných hodnot, silné protiinflační prostředí je ale vrátilo zpět do absolutního poklesu. Růst dovozních cen a doznívající zhodnocování české koruny se mírně projevil až v posledním čtvrtletí. Z důvodu rostoucího indexu zemědělských cen a slabé sklizni začaly růst i ceny potravin a s nimi i index spotřebitelských cen. Inflace se ale stále držela pod spodní hranici predikovaného pásma a po posouzení veškerých rizik a vývojem v porovnání s prognózou přistoupila ČNB během roku několikrát ke snížení úrokových sazeb. Všechny tři klesly oproti minulému roku o 0,75%. Dezinflační prostředí zamezovalo nabídkovým i poptávkovým inflačním tlakům i přes neustále rostoucí spotřebitelskou poptávku. Za konečným přeceněním inflace v červencové prognóze stály



především nepředvídatelné vlivy, které přesahují částečně nebo úplně dosah monetární politiky ČNB.

#### **4.1.7 Ekonomický vývoj ČR v roce 2004**

Rok 2004 byl nejenom z hospodářského hlediska důležitý květnovým vstupem České republiky do Evropské unie. Cenová hladina ovšem tímto krokem ohrožena nebyla, pokračovala ve svém mírném růstu, který poháněly ceny potravin (reakce vývoj zemědělských cen) nebo regulované ceny (změny nepřímých daní). Tím se během prvního čtvrtletí dostala inflace do cílového pásma, tj. 2,5%. Za dalším nárůstem stály rostoucí pohonné hmoty, které reagovaly na vývoj ropy na světových trzích (prudký růst o 14,1%) a také situace se změnami daně s přidané hodnoty. Nárůst sazby DPH u některých komodit z 5% na 19% naštěstí tlumilo její snížení z 22% na 19% u komodit jiných. Inflace se zastavila v srpnu na hodnotě 3,4% a s výjimkou měsíce října začala pozvolně klesat.

Tento zajímavý vývoj byl konfrontován kontrastem hospodářského dění a vývoje jednotlivých cen. Zatímco ceny potravin odrážely pokles cen zemědělských výrobců a klesly ze srpnové hodnoty 4,2% na prosincové 0,9%, na druhé straně akceleroval nárůst regulovaných cen. Cena zemního plynu pro domácnosti vzrostla přibližně o 11%. Stejně tak rostly ceny surovin, jako je ropa, zemní plyn nebo kovy. Reakce se pochopitelně dostavila u cen výrobců, kteří tyto suroviny zpracovávají, a sekundárně u chemického průmyslu. Vliv tohoto cenového růstu ale nebyl celoplošný. ČNB si tento jev vysvětlovala několika možnými způsoby. Stále jsme se nacházeli v přetrvávajícím silném konkurenčním prostředí, které do značné míry ovlivňovalo koncové ceny. Spotřebitelská poptávka klesala, hospodářský růst 3,5% byl stále pod potenciálním produktem, byla zde stále vysoká apreciacie koruny vůči americkému dolaru, nebo meziročně klesající mzdová závislost produktu v průmyslu. Všechny tyto aspekty chránily inflaci od její prudké akcelerace.

Vzhledem k probíhajícím situacím narostly úrokové sazby o 0,5% a na konci roku se díky nabídkové převaze pracovního trhu stabilizoval i růst nezaměstnanosti. Dynamika peněžního agregátu M2 se od prosince 2003 do února 2004 meziročně zvýšila na 7,2 % a pokračovala v dalším růstu během prvních dvou čtvrtletí na květnovou hodnotu 9%. Růst peněz byl ovlivňován zejména zlepšující se finanční situací podniků a očekáváním

ekonomického růstu. Od druhého pololetí však docházelo ke zpomalování růstu tohoto agregátu, který se ke konci roku pohyboval okolo hodnoty 8%. Dynamika však zůstávala v dlouhodobém horizontu na vyšší úrovni, což odpovídalo očekáváním ekonomického růstu a růstu hrubého domácího produktu v běžném období. Růst české ekonomiky navázal na tendence z minulého roku a v průběhu celého roku 2004 zrychloval. K růstu přispíval především zahraniční sektor, na čemž měl svůj výrazný podíl i květnový vstup ČR do EU. Klouzavý průměr míry inflace ukončil rok s hodnotou 2,8% a inflační cíl na začátek roku 2006 byl stanoven na 3%.

#### **4.1.8 Ekonomický vývoj ČR v roce 2005**

České hospodářství pokračovalo v nastaveném trendu růstu. K navýšení hrubého domácího produktu na hodnotu přibližných 5% přispěla především převaha vývozu nad dovozem. I tato vysoká dynamika zahraničního obchodu byla důsledkem připojení České republiky k EU v minulém roce. Poklesla rovněž i míra nezaměstnanosti a příznivě se vyvíjely i spotřebitelské ceny. Opětovný pokles cen pohonných hmot na 1,2% dopomohl v konečném důsledku k poklesu inflace pod spodní hranici cílového pásma. Inflační tlaky v podobě rostoucích cen energetických surovin kompenzovala silná koruna, ale červnový nárůst regulovaných cen (5,8%) hodnotu inflace lehce navýšil.

Vysoký růst ceny ropy na světových trzích měl za následek zářijové zvýšení cen pohonných hmot o 21,6% a spolu s nimi narostla i CPI na 2,2%. Inflace však odolávala a držela se při spodní části cílového pásma, tj. kolem hodnoty 1%. Neohrozili ji ani rostoucí ceny zemního plynu pro domácnost (14,7%). Díky důležitému vývoji cen pohonných hmot a jejich poklesu v posledních měsících roku klesla čistá inflace pod jedno procento. Vývoj ostatních kategorií spotřebního koše se navzájem kompenzoval. Pokles cen dopravy a absolutní pokles potravin (-0,7% v prosinci) doprovázel růst cen kategorie „Bydlení, voda, energie, paliva“, především díky stále rostoucí ceně onoho zemního plynu pro domácnosti.

Na počátku roku 2005 se pokles růstu peněžního agregátu M2 zastavil na úrovni 4,7 % a zpomalila i dynamika peněžního agregátu M1. Zpomalování růstu se zastavilo v měsíci květnu, kdy došlo k mírnému oživení vkladů nefinančních podniků. Po dalším zpomalování v následujících měsících růst peněžního agregátu M2 ke konci roku naopak

zrychlil na 6,8%. ČNB pozorovala vyvíjející se situaci a po jejím vyhodnocení upravovala úrokové sazby. Ty nakonec zůstaly o 0,25% nižší, než na konci předcházejícího roku. Vysokým, šestiprocentním tempem rostla česká ekonomika celý rok 2005 a na konci čtvrtého čtvrtletí dosáhl růst DPH téměř 7%. Na hospodářském růstu se hlavní měrou podílel především zahraniční sektor. Konečná míra inflace, vyjádřené ročním klouzavým průměrem, činila na konci roku 1,9%.

#### **4.1.9 Ekonomický vývoj ČR v roce 2006**

Pokračující růst čistého exportu, spotřeby domácností, fixních investic a zásob dotáhl ekonomiku na počátku roku 2006 na úroveň potencionálního produktu. Hlavní zdroj významného růstu HDP na meziroční průměrnou hodnotu 7% byl oproti minulému roku (kdy výrazně vedl zahraniční obchod) ve výdajích na konečnou spotřebu domácností, fixních investicích a zásobách. Hospodářský růst ale nezpůsobil výrazné snížení nezaměstnanosti a ani reálné mzdy se nedočkaly zvýšení. Naštěstí ale nebyly vyvolány poptávkové proinflační tlaky. Nárůst spotřebitelských cen na 2,9% způsobily až rostoucí ceny pohonných hmot a regulovaných cen (elektrina, tepelná energie a zemní plyn pro domácnosti). V dalším čtvrtletí se připojil růst cen potravin, energií a telekomunikací. Míra inflace se ale i přes tyto nátlaky držela ve středu cílového pásma.

Druhé pololetí roku 2006 pokračovalo v nerovnoměrném vývoji cen spotřebitelského koše, ale žádné proinflační tlaky nebyly zaznamenány. Ceny výrobců rostly z důvodu rostoucích cen energií a kolísavému vývoji cen ropy na světových trzích. Mírně rostly rovněž ceny potravin. Tyto inflační náporů se ale do spotřebitelských cen příliš nepromítly. Protichůdně totiž působila klesající mzdová náročnost produkce a rychlý růst produktivity. Samotný růst hospodářství se sice poněkud zpomalil, ale již převyšoval tvorbu potenciálního produktu. Příznivého vývoje se dočkal i devizový trh. S růstem investorské atraktivnosti středoevropského regionu, v očekávání budoucího hospodářského růstu a posilování cen, sílila česká koruna proti významným zahraničním měnám.

Meziroční přírůstek peněžního agregátu M2 v průběhu roku povětšinou rostl a dosáhl až na vysokou hodnotu růstu 10,6 %. Tento vývoj byl ovlivňován nízkou hladinou úrokových sazeb a odpovídal ekonomickému růstu. Přívětivé ekonomické prostředí doprovodil pokles cen a s tím i inflace. Nejdůležitější snížení se týkalo regulovaných cen (4,9% v říjnu) nebo

potravin. Čistá inflace se držela u nulové hodnoty (0,1%), korigovaná inflace (tj. růst cen nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen a bez administrativních zásahů) přešla do absolutního poklesu -0,1% a míra inflace měřená ve spotřebitelských cenách klesla na 1,3%. Znovu se tak dostala pod cílové pásmo a vzhledem k tomuto vývoji ČNB navýšila všechny tři úrokové sazby v konečném důsledku o 0,5%.

#### **4.1.10 Ekonomický vývoj ČR v roce 2007**

Národní hospodářství v roce 2007 meziročně rostlo stále přes 6% a docházelo k dalšímu snižování míry nezaměstnanosti a růstu nominálních i reálných mezd. Míra inflace měřená ve spotřebitelských cenách zůstala na počátku roku pod spodní hranicí cílového pásma, tedy pod 2%. Vnější nákladové tlaky oslabovaly, o čemž svědčil vývoj energetických surovin. Zpomalil se tak růst cen ve stavebnictví, průmyslových a zemědělských výrobců. Na jedné straně rostly ceny surovin, jako je elektřina nebo kovy, na druhé straně však docházelo ke kompenzaci ve formě poklesu cen ropy na světových trzích. Obdobně protichůdné tendence působily i na spotřebitelský koš. Zatímco tak zpomaloval meziroční růst cen v kategorii bydlení a zemního plynu pro domácnosti (4,2%), rostly ceny potravin (3,2%). Spotřebitelský koš se dočkal ještě jedné změny, a to aktualizací váhových položek. Především se snížily váhy potravin a regulované inflace a zvýšily se váhy pohonných hmot a korigované inflace bez pohonných hmot. S takto upravenými váhami pokračoval cenový vývoj v následujícím čtvrtletí, které vlivem změn nepřímých daní a růstem regulovaných cen a potravin přiblížilo inflaci k inflačnímu cíli (červnová hodnota 2,5%).

Oproti minulému pololetí v tom následujícím rostly ceny zemního plynu pro domácnosti a s nimi regulované ceny o 6,5% v prosinci. Nebyl to jediný důležitý růst cen v tomto období. Ceny potravin strmě narostly ze září do prosince o 5,7% na meziroční růst 8,2% jako důsledek snížené produkce pšenice v minulém roce. Díky obnovenému růstu ceny ropy na světových trzích rostly i pohonné hmoty o cca 12%. Míra inflace po několika měsících opustila cílové toleranční pásmo a překročila jeho horní hranici. Vlivy významného snížení nezaměstnanosti (4,7% v prosinci) a vysoké meziroční dynamiky růstu mezd na inflaci prozatím nepůsobily. Růst peněžní zásoby dosáhl v prvním pololetí 2007 nejvyšší hodnoty za posledních pět let a přesahoval 11%. Poměrně vysoká dynamika M2 souvisela zejména s růstem úvěrů podnikům a domácnostem. Meziroční růst peněžního agregátu M2 ve druhé polovině roku zpomalil, ale přesto peněžní zásoba stále rostla

rychleji, než byla odhadovaná rovnovážná poptávka po penězích, zohledňující potenciální produkt a inflační cíl. Zvyšování základních měnověpolitických úrokových sazeb se projevilo v pozvolných posunech ve struktuře růstu peněžní zásoby ve prospěch méně likvidních peněz. Meziroční klouzavý průměr míry inflace ukončil rok s hodnotou 2,8% a klíčové úrokové sazby v průběhu roku preventivně rostly. Výše 2T repo sazby na konce roku činila 3,5%, výše diskontní sazby 2,5% a výše lombardní sazby 4,5%. Cílová inflace na počátek roku 2010 byla stanovena na  $2\% \pm 1$  p.b. tolerančního pásma.

Kromě změn vah ve spotřebitelském koši podstoupila ČNB v tomto roce změnu i v oblasti prognóz a jejich grafů. Pro ilustraci nejistoty prognóz v případě výhledu inflace, měnověpolitické inflace, úrokových sazeb a růstu HDP začala používat vějířové grafy. Zásadní ekonomickou událostí tohoto roku byla započatá hypoteční krize v USA, která způsobila znehodnocení dolaru, propad burz a v konečném důsledku globální hospodářskou krizi pro roky následující.

#### **4.1.11 Ekonomický vývoj ČR v roce 2008**

V roce 2008 docházelo k výraznému zvyšování cen různých kategorií spotřebního koše a s nimi rostla jak měnověpolitická (tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní), tak celková inflace. Především skokový růst regulovaných cen na lednovou hodnotu 15% (z 6,5% v prosinci minulého roku) měl silný vliv na vývoj inflace směrem vzhůru. Díky reformám vzrostla sazba DPH u potravin z 5% na 9%, byly zavedeny poplatky ve zdravotnictví, které způsobily růst této spotřební kategorie o 42,8%, a také ekologická daň. Krom toho docházelo k úpravě cen nájemného (meziroční růst cen o 29,8%) a meziročnímu růstu cen důležité skupiny energií (zemní plyn pro domácnosti 16,5%, tepelná energie 11,3%, elektřina 9,5%), které se promítly i do ostatních skupin spotřebního koše. Inflace měřená indexem spotřebitelských cen díky těmto tlakům značně překročila horní hranici tolerovaného pásma a její lednová hodnota činila 7,5%, což bylo o 2,1% více než v minulém měsíci. V následujících měsících se jí však podařilo postupně tlumit, avšak stále se držela nad cílovým pásmem. Tomuto jevu dopomohlo zmírňování růstu cen potravin a pohonných hmot, které v září klesly na hodnotu 4,3%. Protichůdně působila korigovaná inflace, jejíž meziroční růst 2,4% na konci září ovlivnily především rostoucí ceny v kategoriích ubytování a stravování a ostatních služeb. Díky všem těmto důvodům

a rozmáhající se finanční krizi výrazně zpomalila spotřebitelská poptávka a zmírnil se hospodářský růst.

V posledním čtvrtletí se inflace konečně dostala po více než roce zpět do tolerančního pásma a důležitou roli v tom sehrála právě hospodářská krize. Ta mimo jiné srazila ceny ropy téměř o polovinu a v důsledku toho ceny pohonných hmot zaznamenaly na konci roku absolutní pokles -22%. Absolutní pokles -2% zastihl i ceny potravin. Nejsilnějším faktorem, působícím proinflačně, byla v tomto období kategorie bydlení. Důležitou roli v této události odehrály regulované ceny, které se dostaly na konci roku do meziročního růstu 17,1%. Tento jev byl důsledkem reformy a rovněž říjnovým růstem cen plynu pro domácnosti na meziročně o 10%. Ale ani tyto tlaky nezamezily inflaci jejímu snižování. Na inflační vývoj v průběhu roku pochopitelně reagovala i ČNB, která nejprve na začátku roku zvýšila úrokové sazby o 0,25%, ale s růstem inflačních rizik je postupně snížila o celkově 1,5%.

Dynamika měnového vývoje během roku 2008 zpomalovala. Růst peněžního agregátu M1 pokračoval ve snižování a meziroční růst peněžního agregátu M2 v závěru roku spadl pod 8%. Zpomalení dynamiky peněžní zásoby bylo způsobeno zejména vlivem zpomalování ekonomického růstu, nižší dynamiky domácích úvěrů a výrazného posílení kurzu. V posledních měsících se přidal ještě vliv a dopady globální finanční a hospodářské krize. Roční klouzavý průměr inflace dosáhl svého vrcholu v říjnu s hodnotou 6,6%, ale vzhledem k cenovým událostem posledního čtvrtletí začal pozvolna klesat. Měnověpolitická inflace se s hodnotou meziročního růstu 1,8% dostala na konci roku dokonce pod toleranční pásmo. Probíhající ekonomická krize se promítla do HDP a jeho celoročním poklesu na 3,1% v závěru roku. Na zpomalení růstu meziročního tempa růstu české ekonomiky se podílela zejména spotřeba domácností a propad zahraniční poptávky.

#### **4.1.12 Ekonomický vývoj ČR v roce 2009**

Inflace na počátku následujícího roku nadále klesala a postupně se dostala až ke spodní hranici cílového pásma. Na CPI nadále působil růst regulovaných cen, byť oproti předcházejícímu období ztlačil (11% v březnu bylo o 6,1% méně než v prosinci předešlého roku). Jeho významnými položkami zůstalo regulované nájemné s meziročním růstem cen 22,8%, elektřina 11,6% a tepelná energie 3,2%. Z tohoto důvodu rostly ceny

převážně kategorie bydlení. Naopak protiinflačně působil absolutní pokles pohonných hmot, jehož lednová hodnota dosahovala -24,6%, a rovněž absolutní pokles cen potravin. Důsledkem těchto událostí byl snížený růst CPI 2,2%. Spodní hranici cílového pásma 3% ± 1 p.b. opustila inflace už ve druhém čtvrtletí. Mírně klesaly i regulované ceny, v jejichž výčtu výrazněji rostly jen ceny regulovaného nájemného, které v červnu zaznamenaly nárůst na 27,1%. V tomto měsíci se měnověpolitická inflace začala shodovat s celkovou inflací, a to z důvodů odeznělých vlivů reforem a nepřímých daní z minulého roku. Potravinářský trh se nedočkal výraznějších změn a po většinu prvního pololetí pokračoval v mírném poklesu meziročního růstu. Ostatní makroekonomické veličiny reagovaly na probíhající celosvětovou ekonomickou krizi. Pokračující propad zahraniční poptávky související s globální finanční a hospodářskou krizí se v prvním čtvrtletí 2009 projevil v dalším prudkém oslabení domácí hospodářské aktivity. Nezaměstnanost naopak čekal prudký nárůst na více než 6%.

Hrubý domácí produkt v následujícím pololetí v meziročním srovnání nadále klesal, avšak pomaleji než v předešlých čtvrtletích. Mírný mezičtvrtletní nárůst signalizoval pozvolné zotavování české ekonomiky z recese. Přispěl k tomu zejména zahraniční obchod a pokles produktu byl už téměř výhradně pouze důsledkem klesající tvorby hrubého kapitálu. Inflace nadále klesala pod toleranční pásmo, k čemuž jí dopomáhal nejenom záříjový absolutní pokles cen pohonných hmot (-10,6%), korigované inflace (-0,6%) a cen potravin (-2,5%). Růst CPI podporovaly pouze regulované ceny, ale i jejich tempo se pozvolna zmírňovalo. Tento klesající trend se zlomil na říjnové hodnotě CPI -0,2% a inflace začala opět mírně stoupat. Oživené ceny ropy na světových trzích se promítaly do cen pohonných hmot, které z absolutního poklesu začaly růst v prosincové hodnotě 15,7%. Zmírněný pokles cen zemědělských výrobců zase ovlivnil ceny potravin, jejichž cenový pokles se rovněž zmírnil. Na růstu CPI se převážně podílely kategorie bydlení a dopravy. Soubor regulovaných cen sice srazil v porovnání se začátkem roku tempo růstu o více než polovinu na 5%, ale tato hodnota byla výsledkem vzájemné kompenzace jeho položek. Ceny nájemného stále rostly meziročně o 30% a stejně tak i elektřina o 11,4%, naopak snížení se dočkaly ceny zemního plynu pro domácnosti s meziročním růstem na 12%. Míra inflace se na konci posledního čtvrtletí nacházela na spodní hranici nového inflačního cíle pro začátek rok 2010, který byl nastaven na 2% ± 1 p.b.

Vývoj peněz a úvěrů odrážel vliv hospodářského útlumu a globální krize a tempo růstu peněz a úvěrů zpomalilo. Meziroční růst peněžního agregátu M2 postupně zpomalil na 4% v závěru roku. Projevoval se v něm pomalejší růst domácích úvěrů a pokles čistých zahraničních aktiv, vzrostlo naopak financování vlády bankami. Míra inflace, počítaná ročním klouzavým průměrem, se po celoročním klesání ustálila se na 1%. Pokles oproti prosinci minulého roku tak činil přesně 6,2%. Míra nezaměstnanosti měla na konci roku hodnotu vysokých 9,2%, ale alespoň již docházelo ke zpomalení poklesu HDP, byť byla jeho hodnota na konci roku stále záporná -4,5%. V závislosti na klesajících cenách přistoupila ČNB během roku ke snižování svých úrokových sazeb. Dvoutýdenní repo sazba se ustálila na 1%, diskontní sazba na 0,25% a lombardní sazba na 2%.

#### **4.1.13 Ekonomický vývoj ČR v roce 2010**

V roce 2010 přešla česká ekonomika z recese do hospodářského růstu a během prvních dvou čtvrtletí rostla meziroční rychlostí 2,4%. Tento příznivý obrat zapříčinily především kladné příspěvky spotřeby vlády, čistého vývozu a dokonce i oživené spotřeby domácností. Celková inflace zůstávala na nízkých hodnotách, ale už se pohybovala nad spodní hranicí tolerančního pásma. Mírným růstem zdolala v září hodnotou 2% meziročního růstu inflační cíl. Měnověpolitická inflace dosahovala v témže měsíci hodnoty 0,9%. Příčina nízkých hodnot a jejich nepatrného navyšování bylo důsledkem pozvolna odeznívajících dopadů světové hospodářské a finanční krize, které dosud nestačila dostatečně rychle kompenzovat ani uvolněná měnová politika. Po vyhodnocení inflačních rizik odsouhlasila bankovní rada v květnu snížení repo sazby a lombardní sazby o 0,25% a takto snížené zůstaly po celý zbytek roku. Diskontní sazba zůstala na stejné výši z předchozího roku.

Meziroční růst peněžního agregátu M2 lehce vzrostl na 4,6% v srpnu, ale během posledního čtvrtletí se opět dostal pod čtyřprocentní hranici. Důvodem byla především přetrvávající nejistota ohledně síly oživení ekonomické aktivity a s tím související poptávky po úvěrech. Inflační tlaky plynoucí z vývoje peněžní zásoby tak zůstaly nadále slabé. Oživení české ekonomiky pokračovalo i v následujícím pololetí a bylo taženo zejména investicemi. S růstem cen potravin (2,8%) a regulovaných cen (3,8%) rostla ve třetím čtvrtletí i celková inflace. Ta dosáhla v prosinci 2010 hodnoty 2,1% a nacházela se tak mírně nad úrovní cíle stanoveného ČNB. Protichůdně působil zpomalený meziroční růst pohonných hmot 13,3% (o 4,8% méně než v předcházejícím čtvrtletí), který na konci



roku po mírném snižování opět vzrostl na 8,7%. Měnověpolitická inflace dosáhla v tom samém měsíci hodnoty 1,1 %. Největší podíl na dosažené meziroční inflaci měly stále dopady změn nepřímých daní a regulovaných cen. Po téměř dvou letech přešly ceny zemědělských výrobců z absolutního poklesu a meziroční růst na konci čtvrtého čtvrtletí 22,7% signalizoval budoucí nárůst cen potravin. Proinflačně působil i kolísavý vývoj devizového kurzu vůči euru a dolaru. Kurz koruny byl ovlivňován převážně vnějšími faktory, především průběhem řecké krize. Obecná míra nezaměstnanosti se dále zvyšovala a ukončila rok s vysokou hodnotu 7,3%.

#### **4.1.14 Ekonomický vývoj ČR v roce 2011**

Míra inflace se oproti minulému roku zvýšila a zůstala v roce 2011 s pohybem hodnoty mírně pod inflačním cílem od 1,7% po 1,9% poměrně stabilní. Spotřebitelské ceny od posledního čtvrtletí poklesly a pohybovaly se kolem 1,7%. Hlavním zdrojem meziročního růstu CPI byly poměrně vysoké regulované ceny, které rostly meziročně o více než 4%. Tento růst zapříčinilo navýšení cen zemního plynu, regulovaného a deregulovaného nájemného a také úpravy cen elektřiny, vodného a stočného. Dále se na meziročním růstu spotřebitelských cen podílel růst cen pohonných hmot, které se pohybovaly kolem 10% a odrážely tak vysoké ceny ropy na světových trzích. Rychle rostoucí ceny zemědělských výrobců se se zpožděním začaly promítat do oživeného růstu cen potravin (4,1% ve druhém čtvrtletí). Naopak protiinflačně působila korigovaná inflace, která nadále zůstala v absolutním poklesu, byť o něco mírnějším než v předcházejícím roce.

V závěrečné části roku došlo k výraznému zvýšení inflace měřené ve spotřebitelských cenách na 2,4%. Přispěly k němu především regulované ceny (5,9%) a ceny potravin (4,5%). Za jejich navýšením pravděpodobně stála i připravovaná úprava sazby DPH na 14%, platná od počátku následujícího roku. Absolutní pokles korigované inflace zmírnil a vysoký meziroční růst pohonných hmot jen částečně kompenzoval oslabený kurz koruny vůči americkému dolaru. Vzhledem k vyvíjející situaci přistoupila ČNB ke snížení vybraných sazeb o 0,25%, jmenovitě repo sazby na 0,5% a lombardní sazby na 1,5%. Diskontní sazba zůstala beze změn na hodnotě 0,25%.

Meziroční růst peněžního agregátu M2 kolísal a na konci prvního pololetí dosahoval hodnoty 2,6%. Ve druhém čtvrtletí se dynamika přiblížila tempu růstu nominálního HDP,

čímž se meziroční pokles rychlosti obratu peněz přiblížil k nule. Nadále přetrvávalo poměrně vysoké tempo růstu transakčních peněz zahrnutých v peněžním agregátu M1. Růst peněžního agregátu v druhé polovině roku zrychlil na prosincovou hodnotu 4,8%. Tempo růstu peněz však zůstává na nižší úrovni než z doby před hospodářskou krizí. Česká ekonomika v druhé polovině roku dále zpomalila svůj meziroční růst na prosincovou hodnotu 0,6%. Jediným zdrojem růstu zůstal čistý vývoz, zatímco příspěvky ostatních složek byly záporné. Pokles tvorby HDP během roku o téměř 2% způsobily absolutní poklesy výdajů na konečnou spotřebu domácností (-0,7%), vlády (nejvíce ve třetím čtvrtletí, -3,1%) a také propad tvorby hrubého kapitálu (-5%). V tomto prostředí zůstávala nezaměstnanost stále ve vysokých hodnotách a její meziroční růst činil na konci roku 6,5%.

#### **4.1.15 Ekonomický vývoj ČR v roce 2012**

Česká ekonomika se v prvním čtvrtletí opět dostala do recese a klesala o -0,7 %. Jediným zdrojem růstu byl čistý vývoz, zatímco příspěvky ostatních složek byly záporné. Nejvíce byl znát pokles tvorby hrubého kapitálu (-9,2%) a spotřeby domácností (-2,4%). Vlivem těchto veličin propadl HDP v následujícím čtvrtletí na -1%. Naopak prudký nárůst čekal inflaci měřené ve spotřebitelských cenách. S meziročním růstem 3,7% překročila inflační cíl a měnověpolitická inflace se s hodnotou 2,5% pohybovala u horní hranice tolerančního pásma. Jednalo se o dopad zvýšeného DPH, růstu regulovaných cen o 9,7% a kolísající situaci na potravinářském trhu. Prudký nárůst čekaly ceny potravin v březnu, především z důvodu mimořádného růstu cen vajec o 124%. Rovněž deprecie devizového kurzu vůči americkému dolaru spolu s růstem světových cen komodit působili proinflačně na dovozní ceny. Růst cen ropy na světových trzích oslabil a tento jev se podepsal i na lehkém snížení růstu cen pohonných hmot.

Pokračovalo zrychlování meziročního růstu peněžních agregátů. Tempo růstu M2 dosáhlo v únoru 6,8 % a i přes lehké zpomalení v průběhu roku se stále udržovalo nad hranicí 6%. Tento růst v podmínkách ekonomického úpadku vedl k pokračujícímu snižování rychlosti obratu peněz. Růst peněžního agregátu M1 se zvýšil na 8,1 % v důsledku vyššího růstu jednodenních vkladů.

V druhém pololetí roku docházelo k zřetelnému snižování inflace, na konci roku klesla k hodnotě 2,4%. Na zpomalení růstu spotřebitelských cen se podílely všechny její složky s výjimkou pohonných hmot. Na rostoucích cenách se stále nejvíce podílely regulované ceny (především regulované nájemné a ceny regulovaných položek ve zdravotnictví), i u kterých však došlo k poklesu rostoucí aktivity na prosincovou hodnotu 6,2%. Vliv dopadů změn nepřímých daní byl rovněž nadále nezanedbatelný. Z celkového hlediska však docházelo k zmírňování vlivu vnějších nákladových tlaků a protiinflační působení domácí ekonomiky. Naopak hospodářská recese se nadále prohlubovala na -1,3%, k čemuž nejvíce přispěla potřeba domácností a změna stavu zásob. Rostoucí tendence zůstaly pouze čistému vývozu.

#### **4.1.16 Zhodnocení ekonomického vývoje a predikce budoucích let**

Vhodné využívání aktivistické měnové politiky za pomoci převážně změn úrokových sazeb nebo intervencí na devizovém trhu (příloha č. 1 a příloha č. 7) dokázalo držet vývoj cenové hladiny na poměrně nízké úrovni. Od roku 1998 využívá ČNB k ovlivňování očekávání cílování inflace. Nejprve byla zaměřena na krátkodobé a střednědobé cíle čisté inflace, od roku 2001 dochází k přechodu k cílování celkové inflace. Její současná podoba  $2\% \pm 1$  p.b. je nastavena pro užší integraci vývoje cenové hladiny s Evropskou unií. Jak je patrné z obrázku č. 6, inflační cíle se ne vždy podařilo dodržet. Za nepříznivými šoky stála především situace na finančních trzích a růst cen energetických komodit. Na vývoj cen ropy reagují ceny pohonných hmot zhruba do dvou měsíců a tvoří asi třetinu jejich výše. Obdobným způsobem reagují i ceny zemního plynu pro domácnosti, a to se zpožděním asi jednoho čtvrtletí. Změny se nejvíce dotýkají zpracovatelských odvětví a posléze se promítají i do spotřebitelských cen. Ceny potravin nejvíce ovlivňují podnebné podmínky a výše úrody. Nejvyšší míru celkové inflace od roku 1997 zažila Česká republika na přelomu let 2007 a 2008. V tomto období nejvíce proinflačně působily právě energetické suroviny na světových trzích. Prudký pokles v následujícím roce je následkem celosvětové ekonomické krize a hospodářské recese. Od tohoto roku se daří inflaci stabilizovat pomocí měnověpolitických nástrojů ČNB poblíž cílového pásma, které však bylo v roce 2012 opět mírně překročeno. Predikovaná pásma dalšího vývoje základních ukazatelů jsou uvedena v grafech ČNB, zde v příloze č. 16.

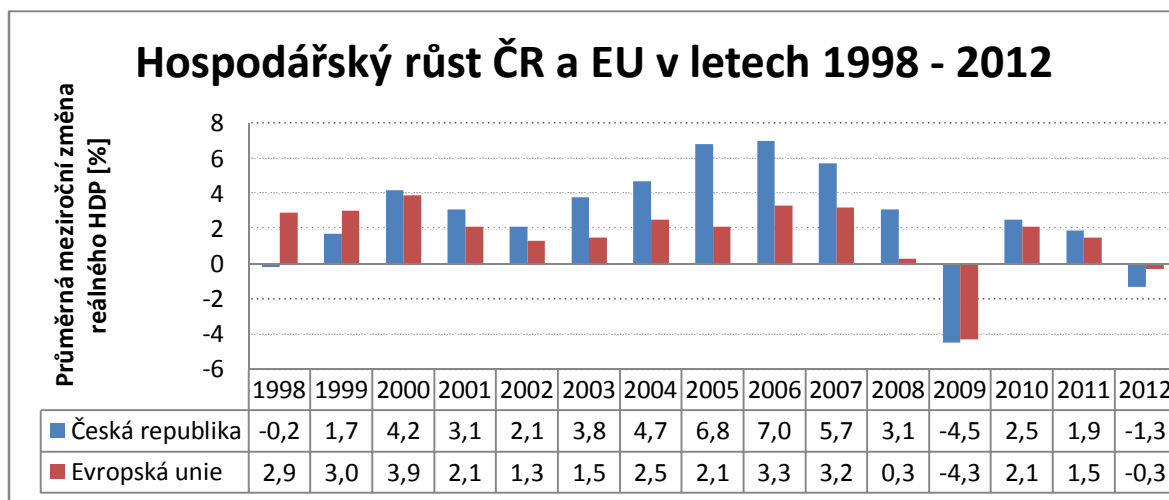
Obrázek č. 7: Porovnání vývoje HICP České republiky a Evropské unie



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Když budeme chtít hodnotit proces transformace české ekonomiky na úroveň nejvyspělejších států Evropské unie, případně EU jako celku, musíme si makroekonomické ukazatele míry inflace přepočítat podle harmonizovaných indexů spotřebitelských cen (HICP). Z obrázku č. 7 je patrné, že z hlediska vývoje cenové hladiny můžeme považovat proces přibližování ČR k EU za úspěšnou. Nejvyšší rozdíly byly způsobeny dopady měnové krize v roce 1998 a nepříznivým vývojem cen energetických surovin na světových trzích v roce 2008. Od roku 2009 můžeme pozorovat vyrovnaný vývoj obou srovnávaných měř inflace.

Obrázek č. 8: Vývoj reálného HDP v ČR a EU



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Ze srovnání průměrných hodnot meziročního růstu reálného HDP je úspěšnost transformace české ekonomiky ještě zřetelnější. Už v roce 2000 došlo k převýšení průměrné hodnoty eurozóny a tento status si Česká republika dokázala udržet prakticky až do současnosti. Výjimkami byly roky 2009 a 2012, kdy se ekonomiky EU dostávaly do recese. I v těchto letech nabývala ČR vyšších hodnot, avšak tentokrát v negativním, záporném hledisku. Česká republika má od roku 1999 povinnou míru rezerv stanovenou dvěma procenty a je tak tímto nepřímým nástrojem monetární politiky harmonizovaná se stejnou hodnotou eurozóny. Pro možnost účasti ve třetí fázi EMU je zapotřebí splnit Maastrichtská konvergenční kritéria. V následující tabulce se můžeme podívat, jaký vývoj očekával základní kritériální veličiny českého hospodářství od vstupu do EU.

**Tabulka č. 1: Vývoj kritériálních ukazatelů ČR**

roky		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
HICP [%]	ČR	2,6	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5
	Průměr 3 zemí	0,7	1	1,4	1,3	2,6	0	0,9	1,6	1,3
	Kritérium	2,2	2,5	2,9	2,8	4,1	1,5	2,4	3,1	2,8
Výnos desetiletých o státního dluhopisu [%]	ČR	4,14	3,61	3,77	4,68	4,3	3,98	3,89	3,7	2,12
	Průměr 3 zemí	4,28	3,37	4,2	4,4	4,2	3,9	4	3,3	3,59
	Kritérium	6,3	5,4	6,2	6,4	6,2	5,9	6,0	5,3	5,6
Dluh vlády v % HDP	ČR	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8	45,1
	Kritérium	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Vládní deficit /HDP [%]	ČR	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3	-3,5
	Kritérium	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3

Zdroj: Eurostat, ČNB, vlastní zpracování

Dle srovnávací tabulky je patrné, že pouze v roce 2006 byla splněna čtyři základní konvergenční kritéria. Kritérium cenové hladiny není splněno především z důvodu následků zvýšené sazby DPH na počátku roku 2012. V následujících letech je očekáváno snižování tempa růstu cenové hladiny k inflačnímu cíli 2%. Neočekávané proinflační tlaky či vyloučení některé ze tří zemí s nejstabilnější cenovou hladinou z důvodů příliš nízké inflace může v budoucnu ovlivnit toto kritérium na obě strany. Vysoký deficit veřejných rozpočtů je už od roku 2009 nad úrovní konvergenčního kritéria. Strategie fiskální politiky počítá se snížením tohoto ukazatele pod hranici 3% v nejbližších letech. S deficitem roste i výše podílu vládního dluhu na DPH, ale tento ukazatel je dlouhodobě pod kritériální

hranicí. Pokud však nebudou provedeny žádoucí reformy, může tento podíl v budoucnosti nadále narůstat. Kritérium výše výnosu desetiletého státního dluhopisu je dlouhodobě splňováno a neočekávají se výraznější změny ani v budoucnu. Nezapomínejme ani na to, že podmínkou pro vstup do eurozóny je i minimálně dvouleté členství v systému ERM II. V příloze č. 7 je zobrazen vývoj nominálního kurzu české koruny vůči euru. Přestože je v posledních letech kurz relativně stabilní, v rizikových dobách může docházet ke značnému vychýlení, které by nemuselo splňovat požadovaný interval 15 % fluktuačního pásma kolem centrální parity koruny k euru. V současné době tak není doporučováno do ERM II vstupovat a načasovat si tento krok na dobu stabilních podmínek na domácím i světovém trhu. I díky tomu není doporučováno plánovat datum vstupu země do eurozóny.

Promítání vlivu monetární politiky na reálný produkt můžeme nejzřetelněji pozorovat na sladěnosti vývoje úrokových sazeb ČNB a tržních úrokových sazeb PRIBORu. Z přiloženého grafu je téměř identický vývoj dvoutýdenní repo sazby a tříměsíční sazby PRIBORu zcela zřetelně vidět (korelace se velmi blíží jedné). Reálný dopad na výši reálného produktu mají pochopitelně i intervence na devizovém trhu, které ovlivňují domácí a zahraniční poptávku a tím i konečnou výši hrubého domácího produktu. Naopak výše povinných minimálních rezerv nemá žádné reálné dopady na výši produktu a to z důvodu jejich konstantní výše 2% od roku 1999. Analogicky lze vyjádřit vliv monetární politiky na reálný produkt i s hodnotami z eurozóny, o které bude řeč v následující kapitole (viz příloha č. 14).

**Obrázek č. 9: Srovnání úrokových sazeb a meziroční změny HDP**

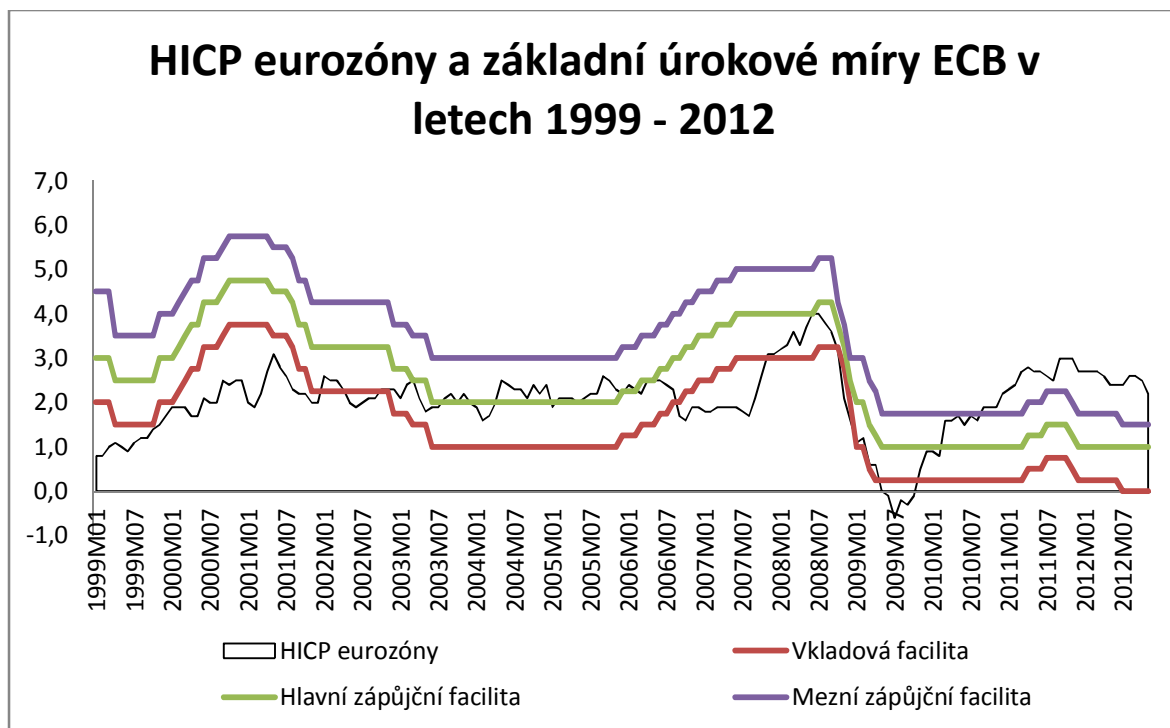


Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

## 4.2 Monetární politika ECB ve vybraných letech a její dopady na ekonomiku

1. ledna 1999 nově založená Evropská centrální banka (ECB) převzala úkoly Evropského měnového institutu (EMI) a začala vykonávat monetární politiku zemí eurozóny. Jedenáctičlenné složení čítalo státy Belgie, Německo, Španělsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Nizozemsko, Rakousko, Portugalsko a Finsko. Roli společné měny převzalo euro ve virtuální podobě (na valutovou podobu došlo až 1. ledna 2002). Úkolem této Hospodářské a měnové unie (EMU) bylo udržovat cenovou stabilitu. Rada guvernérů ustanovila výši cenové stability eurozóny na meziroční nárůst o 2% a níže v harmonizovaném indexu spotřebitelských cen (HICP). Měnová politika se při hodnocení inflačních rizik měla opírat o pilíře měnové a ekonomické analýzy. Referenční hodnota pro růst měnového agregátu M3 byla stanovena na průměrný meziroční růst 4,5% při růstu reálného HDP v rozmezí 2 - 2,5%. Základní úrokové sazby byly nastaveny na 3% pro hlavní zápůjční facilitu, 2% pro vkladovou facilitu a 4,5% pro mezní zápůjční facilitu.

Obrázek č. 10: HICP eurozóny a základní úrokové sazby ECB



Zdroj: ECB, vlastní zpracování

#### **4.2.1 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 1999**

Během prvního roku působení ECB a její jednotné měnové politice zůstaly ceny stabilní. Mírný vývoj cen odrážel zpomalení hospodářského růstu a oslabení zahraniční poptávky. V ročním průměru rostla inflace měřená HICP o 1,1%, tedy stejně jako v roce 1998. Uvnitř roku ale docházelo k postupnému růstu cenové hladiny a míra inflace v prosinci 1999 činila 1,9%. Příčina tohoto růstu byla ukotvena především ve vývoji cen na světovém trhu, především ropy. Její cena se během roku navýšila o více než 100%, z 10,3 eur na 23 eur za barel, a to mělo bezprostřední vliv na ceny energií. Ty zaznamenaly prudký nárůst a v prosinci meziročně rostly o 10%. Míra inflace tedy v prostředí oslabeného kurzu eura vůči dolaru rostla, ve výraznější opozici jí byl jen absolutní pokles cen nezpracovaných potravin. V závislosti na vývoji cenové hladiny a existenci inflačních tlaků Rada guvernérů několikrát upravila základní úrokové sazby ECB. Na konci roku ale vykazovaly obdobné hodnoty, jako na jeho začátku. Pouze sazba pro mezní zápůjční facilitu byla o 0,5% nižší.

Růst ekonomické aktivity v roce 1999 zmírnil. Oproti průměrné roční hodnotě růstu HDP předcházejícího roku 2,8% rostlo hospodářství tempem 2,2%. Kladně přispívala především spotřeba domácností a tvorba fixního kapitálu. V důsledku rychlejšího růstu dovozu než vývozu klesal růst čistého vývozu, který tlumil vývoj hospodářské aktivity. Příznivý ekonomický vývoj měl kladný vliv na vývoj míry nezaměstnanosti. Navázala na trend z předchozích let a postupně klesala z vysokých hodnot. Z 10,3% v prvním čtvrtletí klesla na 9,7% ve čtvrtletí posledním.

#### **4.2.2 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2000**

První polovina roku 2000 vykazovala příznivý hospodářský vývoj. Ve druhém čtvrtletí rostl reálný HDP průměrně o 3,2%. Přispívaly k tomu téměř všechny jeho složky, které v druhé části roku rozhodly o zmírnění celkového tempa růstu. Započal rovněž i pokles růstu fixního kapitálu, který poté pokračoval i v následujících letech. Přestože složky dovozu i vývozu meziročně rostly v průměru o více než 10%, nárůst čistého vývozu rostl jen nepatrně okolo 0,5%. I přes tyto tlumicí položky meziročně rostl reálný HDP o 3,4%, což je v historii eurozóny dosud nejvyšší hodnota. Na vývoj ekonomické aktivity odpovídala míra nezaměstnanosti, která pokračovala v poklesu. Na konci roku byla téměř o procento nižší, než v prosinci roku 1999, tedy 8,7%.



Inflace měřená HICP v průběhu celého roku rostla a navázala tak na trend z uplynulého roku. S rozdílem téměř jednoho procentního bodu oproti začátku roku v jeho konci atakovala hranici 3%. Na růst cenové hladiny měly výrazný vliv rostoucí vnější inflační tlaky, zatímco domácí zůstaly poměrně tlumené. Především rostoucí ceny ropy v prostředí stále oslabeného eura měly značný dopad na růst spotřebitelských cen. Na postupný růst ceny energií navázaly i rostoucí ceny potravin. Nezanedbatelně rostly i ceny ostatních, neenergetických komodit, s maximem 37,7% v listopadu. Na konci roku ceny mírně klesly a inflace s nimi, její hodnota v prosinci činila 2,6%. Průměrně ročně rostla o 2,3%. Z důvodů rostoucích inflačních tlaků a zachování stability cen rozhodla Rada guvernérů o navýšení základních úrokových sazeb. V průběhu roku došlo k navýšení o celkově 1,75% všech třech sazeb ECB. Sazba pro hlavní refinanční operace nabyla hodnotu 4,75%, sazba pro vkladovou facilitu 3,75% a sazba pro mezní zápůjční facilitu 5,75%.

#### **4.2.3 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2001**

V roce 2001 došlo k prvnímu rozšíření eurozóny o stát Řecko. Veškeré statistické údaje musely tuto událost vzít na vědomí a Eurostat je zahrnout do svých výpočtů. Z hlediska rostoucího produktu nyní dvanáctičlenné měnové unie docházelo k výraznému poklesu tempa růstu ekonomické aktivity. Značný růst reálného HDP v předcházejícím roce byl nahrazen absolutním propadem v mezičtvrtletním srovnání. Tento útlum byl pozorován kromě nového členského státu ve všech zemích eurozóny. Růst spotřeby domácností v průběhu roku zpomaloval a tvorba fixního kapitálu přešla do absolutního poklesu. Za sníženou ekonomickou aktivitou stálo několik příčin. Jednak se projevoval důsledek zvýšených cen ropy a jeho tlumení hospodářského růstu, a za druhé zhoršená situace na zahraničních trzích. Sníženou zahraniční poptávku doprovázely navíc další nejistoty, které plynuly z událostí teroristického útoku ve Spojených státech 11. 9. 2001. V těchto podmínkách míra nezaměstnanosti ale nadále klesala a ukončila rok s průměrnou hodnotou 8,3%. Tedy o 0,5% méně než v případě minulého roku.

Peněžní agregát M3 meziročně rostl v průměrné hodnotě o 5,5%. Zpočátku roku pokračoval v mírném poklesu růstu (3,8%) z důvodu výrazného poklesu jeho nejlikvidnější složky, která odráží vliv postupného zvyšování klíčových úrokových sazeb z předešlého roku. V průběhu roku ovšem došlo k opětovnému růstu na prosincovou hodnotu 8%. I přes pokles hospodářské aktivity stále nedocházelo k výraznějšímu snižování cenového růstu

a inflace měřená HICP kolísala mezi dvěma a třemi procenty. Nevyvážený vývoj inflace mají na starosti protichůdně působící položky spotřebního koše, kdy poměrně silný růst cen zpracovaných i nezpracovaných potravin částečně kompenzovalo snížené tempo růstu cen energií. V posledním čtvrtletí byl procentní příspěvek této položky dokonce záporný (nejvíce v listopadu, -5%). Neenergetické suroviny rovněž absolutně klesaly a i díky tomu skončila míra inflace v prosinci na hodnotě 2%. Domácí inflační tlaky zůstaly nadále tlumené a konečná průměrná hodnota meziročního růstu inflace měřené HICP byla 2,5%. Monetární politika ECB zareagovala na snížené tempo hospodářského růstu opětovným poklesem základních úrokových sazeb, dohromady o 1,5%. Zároveň v polovině roku oznámila, že hlavní refinanční operace budou prováděny s variabilní úrokovou sazbou s vyhlášenou minimální nabídkovou sazbou.

#### **4.2.4 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2002**

V roce 2002 došlo k dalšímu významnému mezníku v procesu evropské integrace, a to zavedení euromincí a eurobankovek ve formě valut. Náročný přechod z národních měn států eurozóny proběhl bez výraznějších potíží. Společná evropská měna od této doby měla i fyzickou podobu, nejenom virtuální. Ekonomika eurozóny se ale nedočkala oživení ani v tomto roce. Mezičtvrtletní mírné nárůstky reálného HDP hospodářskou aktivitu příliš nepodporovaly a průměrný růst reálného HDP nepřekročil ani hranici jednoho procenta. Nízký ekonomický růst byl výsledkem geopolitického napětí, které zvyšovalo ceny ropy a nikterak neulehčovalo situaci nízké zahraniční poptávky. V druhé polovině roku docházelo k postupnému růstu reálného produktu, ale razantním oživením ekonomické aktivity ještě nemohla být řeč. Na hospodářskou situaci zareagovala i nezaměstnanost. Ta po čtyřech letech klesání povyroستla oproti předcházejícímu roku o 0,3% na 8,3%.

Průměrná roční míra růstu peněžního agregátu M3 se zvýšila na 7,4%, tedy o téměř 2% v porovnání s předcházejícím rokem. Po výrazném zrychlení v druhé polovině roku 2001 byl růst zmírněn a v prosinci vykazoval hodnotu 7%. Průměrná roční inflace v roce 2002 činila 2,2% a byla tak o 0,2% nižší než v roce 2001. Pohyb jednotlivých cen byl poměrně nestálý. Výši inflace nejvíce ovlivňovaly ceny potravin a energií. Zatímco ceny zpracovaných potravin rostly, převážně z důvodů dopadu nepříznivých podnebných podmínek, cen energií v ročním průměru absolutně klesaly o -0,6%. Ceny nezpracovaných potravin v druhé polovině roku rovněž dopomáhaly k nižším inflačním hodnotám. Vývoj

inflačních tlaků byl tak částečně tlumen protiinflačními faktory, proto Rada guvernérů ponechala téměř celý rok základní úrokové sazby na nezměněné úrovni. Když se v závěru roku zdály být inflační tlaky nižší a ekonomická aktivita i při apreciaci eura vůči dolaru výrazněji neoživla, rozhodla v prosinci o snížení základních úrokových sazeb ECB o 0,5%.

#### **4.2.5 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2003**

Ekonomika eurozóny se nedočkala oživení ani v roce 2003. Meziroční přírůstek reálného HDP dokonce ještě klesl na hodnotu 0,4%. Tedy již třetí rok pod úrovní potenciálního produktu. Přetrvávající nepříznivé podmínky na světových trzích a nejistota plynoucí z probíhající války v Iráku nezvýšily důvěru investorů ani spotřebitelů. Čistý vývoz dokonce v průběhu celého roku absolutně klesal. Míra nezaměstnanosti nadále rostla, byla ovšem vzhledem k hospodářskému útlumu značně stabilnější, než se očekávalo. Meziroční přírůstek činil 8,8%. Trend vysokého růstu peněžní zásoby v eurozóně pokračoval i v roce 2003. Průměrná roční míra růstu peněžního agregátu M3 vzrostla na 8,0%. Růst v první polovině roku odrážel preferenci likvidity v prostředí geopolitické nejistoty a nízkého hospodářského růstu. V druhé polovině roku růst mírně zpomalil spolu se zlepšenými podmínkami na finančních trzích. Růst peněžní zásoby byl rovněž podporován nízkými hodnotami úrokových sazeb.

Meziroční přírůstek míry inflace měřené HICP zůstal i přes utlumenou ekonomiku na poměrně stabilní úrovni, lehce nad 2%. S průměrnou hodnotou 2,1% se dokonce jednalo o pokles o 0,2% oproti předcházejícím dvěma rokům. Přesto zůstala mírně nad horní hranicí cenové stability, kterou si ECB definovala. Pokles zapříčinil vývoj cen nezpracovaných potravin, služeb a neenergetických surovin, jejichž tempo růstu se meziročně zmírnilo. Ceny ostatních neenergetických komodit absolutně klesaly (-4,5%). Proinflačně naopak působily pozvolně rostoucí ceny energií a zpracovaných potravin. Mzdové náklady v prvním pololetí roku rostly z důvodu poklesu produktivity práce v prostředí slabé ekonomické aktivity. Tyto negativní veličiny však byly tlumeny příznivějším protiinflačním vývojem cen. S výrazným posílením eura se navíc očekávalo další utlumení inflačních tlaků. Vzhledem k tomuto vývoji pokračovala Rada guvernérů ECB ve snižování základních úrokových měr. Ve dvou krocích klesly o celkově 0,75% na do té doby nejnižší úroveň. Sazba pro hlavní refinanční operace činila 2%, pro vkladovou facilitu 1% a pro mezní zápůjční facilitu 3%.

#### 4.2.6 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2004

V roce 2004 se k Evropské unii připojilo celkem deset států (Česká republika, Estonsko, Kypr, Litva, Lotyšsko, Maďarsko, Malta, Polsko, Slovensko a Slovinsko). Národní centrální banky nových členských států se staly součástí ESCB a jejich guvernéri řádnými členy Generální rady ECB. Eurozóna ale zůstala dvanáctičlenná. V jejím rámci nadále pokračovalo oživení ekonomické aktivity, které začalo v druhé polovině předcházejícího roku. Dynamický růst v první polovině roku vystřídal menší utlumení v pololetí druhém, ale přesto meziroční růst HDP vykazoval na konci roku 1,8%. Míra nezaměstnanosti sice v Řecku, Lucembursku a Nizozemsku vzrostla a ve Španělsku a Itálii poklesla, ale v průměru všech zemí eurozóny zůstala v roce 2004 na poměrně stabilní úrovni meziročního růstu 8,8%.

HICP přesto zůstávalo na průměrné hodnotě 2,1%, tedy stejné jako v minulém roce. Nejsilnější inflační tlaky vyvolávaly zvýšené ceny ropy na světových trzích. Cena 34,5 eur za barel ropy typu Brent byla na konci roku 2004 o 25% vyšší než v prosinci 2003. Tento jev se posléze promítl do meziročního růstu spotřebitelských cen energie v eurozóně o 4,5%. Na růst cen energie a zboží pro mezispotřebu poté reagoval zvýšený růst cen výrobců (2,3%). Růst cen podporoval vývoj nepřímých daní a regulovaných cen. V několika zemích eurozóny byly opětovně zvýšeny daně z tabákových výrobků a vznikly tak tlaky na růst cen zpracovaných potravin. Jejich ceny mírně vzrostly na 3,4%. Tento tlak do značné míry kompenzoval tlumící dopad cen nezpracovaných potravin, který se dočkal poklesu na 0,6%. Nejvíce protiinflačně ovšem působilo výrazné posílení nominálního kurzu eura, zejména vůči americkému dolaru. Tato skutečnost veškeré inflační tlaky částečně kompenzovala a inflace, měřená v HICP, tak zůstala na úrovni z roku 2003.

Po vyhodnocení veškerých cenových trendů rozhodla rada guvernérů ECB ponechat hlavní refinanční sazbu po celý rok na nízké úrovni 2%. Vycházela především z předpokladu nadále omezených inflačních tlaků, udržení tempa hospodářského oživení a zlepšení stavu na trhu práce s pouze mírným zvyšováním mezd. Inflace měřená HICP sice zůstala v predikovaném pásmu tohoto roku 1,9% - 2,3%, ale byla také potřeba brát v potaz proinflační rizika v podobě vývoje cen ropy, regulovaných cen, nepřímých daní a sekundárních dopadů těchto nejistot.

#### **4.2.7 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2005**

Mírně oslabený růst HDP z konce roku 2004 a počátku roku 2005 byl následkem vysokých cen ropy a nerovnovázným vývojem světové ekonomiky. Dynamika měnového vývoje dále zesilovala a výrazný růst peněžní zásoby přispíval k již tak vysoké likviditě v eurozóně a poukazoval na existenci proinflačních rizik. Inflace měřená HICP klesla na 2% i přes nárůst inflačních tlaků v podobě prudce zvýšené ceny ropy. K domácím inflačním tlakům nadále nedocházelo z důvodu umírněného růstu mezd. Druhé pololetí zaznamenala eurozóna opětovný růst ekonomické aktivity. Přetrvávající příznivé podmínky pro hospodářský růst doprovodil rychlý růst světové poptávky a podnikových zisků meziroční nárůst reálného HDP na konci roku na 1,4%. Posilování hospodářské aktivity dokázalo své odolné postavení i vůči rostoucím cenám ropy.

Inflace v druhém pololetí výrazně překročila hranici 2% a v září dosahovala meziročního růstu 2,6%. Za tímto růstem stály především zvýšené ceny energií (12,7% ve třetím čtvrtletí) a neustálý růst cen ropy. Protiinflačně působil příznivý vývoj cen dováženého průmyslového zboží a domácí inflační tlaky zůstávaly při mírném růstu cen nadále nevýrazné. Celková inflace na konci roku zůstala na hodnotě meziročního růstu 2,2%. Převládající proinflační rizika a zrychlování růstu peněžní zásoby rozhodla na konci roku o navýšení klíčových úrokových sazeb ECB o 0,25%. Minimální nabídková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu měla nyní hodnotu 2,25%, sazba pro vkladovou facilitu 1,25% a sazba pro mezní zápůjční facilitu na 3,25%. I přesto toto mírné navýšení zůstala měnová politika akomodační a nadále podporovala hospodářskou aktivitu a tvorbu pracovních míst. Míra nezaměstnanosti v eurozóně klesla a na konci tohoto roku na 8,3 %.

#### **4.2.8 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2006**

Rok 2006 pokračoval v oživení hospodářské aktivity evropské měnové unie. Růst reálného HDP začal v důsledku silného oživení růstu investic a zlepšujících se podmínek na trhu práce posilovat a rozšiřovat se do dalších sektorů. Hodnotu HICP v tomto prostředí nadále silně ovlivňoval vývoj cen ropy, energií a částečně i regulovaných cen a nepřímých daní. Pohybovala se nadále kolem hranice 2%. Proinflační rizika, plynoucí ze silného růstu peněžní zásoby a potenciální inflačních rizik z hlediska sekundárních dopadů cen ropy,

přivedla Radu guvernérů k rozhodnutí zvýšení základních úrokových sazeb ECB pro zajištění finanční stability během prvního pololetí celkově o 0,5%.

I v druhém pololetí pokračoval zesílený ekonomický růst. Průměr reálného HDP zůstal za rok 2006 nad potenciálem a jeho hlavním zdrojem byla především domácí poptávka a silná expanze světové ekonomiky. Meziroční růst na konci roku vykazoval hodnotu 2,8%. S oživeným růstem klesla i míra nezaměstnanosti na 8,2%. Míra inflace klesla díky výraznému snížení cen ropy (z 55,7 eur / barel ve třetím čtvrtletí na 47,3 eur / barel v závěru roku) pod 2%. Tlak mzdových nákladů zůstával i v prostředí dynamického růstu reálného produktu mírný. Proinflační rizika ovšem nadále přetrvávala, především vzhledem k velmi příznivému hospodářskému vývoji a zlepšující se efektivnosti trhu práce. ECB tak do konce roku po vyhodnocení rizik ještě několikrát navýšila úrokové sazby o celkem 0,75%. Minimální nabídková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu tak nabývala v prosinci 2006 hodnoty 3,5%, sazba pro vkladovou facilitu 2,5% a sazba pro mezní zápůjční facilitu na 4,5%. Přesto stále zůstala monetární politika akomodační, růst peněžní zásoby a úvěrů byl silný a objem likvidity vysoký. Meziroční růst inflace měřené v HICP svou hodnotou 2,2% odpovídal hodnotě z minulého roku.

#### **4.2.9 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2007**

Na počátku roku 2007 se třináctým členským státem eurozóny stalo Slovinsko a od tohoto okamžiku se stalo podřízeným monetární politice ECB. Statistiky eurozóny se tak musely přizpůsobit a zahrnout do svých výpočtů i hodnoty z nově přijatého státu. V průběhu roku dále došlo k již šestému rozšíření Evropské unie, a to o státy Rumunska a Bulharska.

I tento rok byl příznivý na zdravý hospodářský růst a vysoký růst peněžní zásoby a úvěrů v eurozóně. Stále se jednalo o důsledek rychlého, byť zpomalujícího globálního růstu, ale otěže nejvýznamnějšího přispěvatele převzala domácí poptávka. Pozitivní růst spotřeby podporoval příznivý vývoj reálného disponibilního příjmu v podmínkách zlepšující se situace na trhu práce. Meziroční růst reálného HDP v eurozóně nakonec vyrostl na 2,6%. Nebyla to ale jediná příznivě se vyvíjející makroekonomická veličina. Míra nezaměstnanosti klesla na 7,4%, což byla nejnižší úroveň za posledních 25 let.

Během roku pokračoval rychlý růst peněžní zásoby a úvěrů. Meziroční inflace se až do konce léta udržovala poměrně stabilně pod 2% a poté rychle rostla. Vrcholu 3,1% dosáhla

v listopadu a v prosinci 2007. Důležitou roli v tomto vývoji hrály ceny ropy, energií a potravin. Cena za barel ropy typu Brent začala opět silně narůstat a ovlivňovat složku energií. Ty z nízkých hodnot (v průměru kolem 1% meziročního růstu) prudce narostly na 8,1% ve čtvrtém čtvrtletí a výrazně se tak podílely na konečném navýšení inflace měřené HICP. Růst cen zpracovaných potravin se od konce léta zrychloval a výrazně tak přispíval k vyšší inflaci. Růst mzdových nákladů byl stále mírný, ale jednotkové mzdové náklady se mírně zvýšily v důsledku zpomalení růstu produktivity práce. Další jev, který se podílel na výši inflace, bylo zvýšení DPH v Německu o 3%. K eliminaci negativních vlivů na inflaci použila ECB k udržení stabilní cenové hladiny další zvýšení úrokových měr. Během prvního pololetí vzrostly ve dvou krocích základní úrokové sazby celkově o 0,5%. Převážně z důvodů zvýšené nejistoty, způsobené vznikající světovou hospodářskou krizí, nechala Rada guvernérů úrokové sazby do konce roku už beze změny. Průměrná meziroční inflace měřená HICP dosáhla v roce 2007 2,1%.

#### **4.2.10 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2008**

I v roce 2008 došlo k rozšíření eurozóny, tentokrát o ostrovní státy Kypr a Maltu. Eurosystem tak čítal celkem již 15. členských států a statistiky musely brát tuto změnu v potaz. Reálný HDP zpočátku roku nadále mírně rostl, ale ke konci roku došlo k výraznému obratu. Rozšíření hospodářské krize zesílilo napětí na finančních trzích a tento stav se začal významně promítat do reálné ekonomiky. Meziroční růst hrubého produktu na konci roku činil pouze 0,8%, což bylo výrazně méně, než ve stejném období předcházejícího roku (2,7%).

Celková inflace měřená HICP v tomto roce výrazně narostla a v průměru dosahovala 3,3%. Tedy výrazně nad definicí cenové stability ECB ve střednědobém horizontu. Růst ale nebyl v průběhu roku konstantní. Roční míra inflace rostla do poloviny roku až k hodnotě 4%, ale do konce roku opět prudce poklesla na 1,6%. Příčinou byl rozdílný vývoj cen komodit v prvním a druhém pololetí. Na začátku roku rostly inflační tlaky ze strany zvýšených cen komodit na světových trzích. Ceny ropy meziročně neustále rostly a v polovině roku dosáhly maxima 78,5 eur za barel. Stejně rostoucí tendence měly i ostatní složky spotřebního koše, jejichž prudký růst vrcholil ve třetím čtvrtletí. Energie meziročně rostla o 15,1%, zpracované potraviny o 6,7% a nezpracované potraviny o 3,9%. Po vyhodnocení

inflačních rizik a jejich sekundárních dopadů zvýšila ECB úrokové sazby o 0,25% a rozhodlo o opětovné navrácení hlavních refinančních operací do pevné sazby.

Tempo měnové expanze se zmírnilo, ale bylo nadále rychlé a peněžní růst zůstal silný. Situace na finančních trzích v druhé polovině roku měla negativní dopad na výhled vývoje globálního hospodářství. Mimo jiné došlo k razantnímu obratu v cenovém vývoji. Světové ceny ropy klesly z průměrné ceny téměř 150 amerických dolarů za barel v polovině roku na přibližnou cenu 40 amerických dolarů za barel na konci roku. Příznivě se vyvíjeli i ostatní komodity, včetně energií a potravin. Oslabování inflačních tlaků přivedlo ECB ke snížení úrokových měr o více jak jeden procentický bod. Minimální nabídková sazba pro hlavní refinanční operace Eurosystemu měla na konci roku hodnotu 2,5%, sazba pro vkladovou facilitu 2% a sazba pro mezní zápůjční facilitu na 3%.

#### **4.2.11 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2009**

Do eurozóny přibyl v roce 2009 po splnění všech konvergenčních kritérií již šestnáctý člen v podobě Slovenské republiky. Hlavním tématem roku ovšem bylo vypořádávání se s probíhající světovou hospodářskou krizí. Více než rok po rozběhu americké hypoteční krize vrcholila krize světová. Finanční turbulence dostaly do recese všechny státy eurozóny. Její reálný HDP se mezičtvrtletně snížil o 2,5% a v prvním pololetí zaznamenal absolutní pokles meziročního tempa -5%. Podílely se na něm téměř všechny jeho složky. Z domácí poptávky absolutně neklesala pouze spotřeba vlády, která se držela na stabilní míře růstu 2,5%. Silné propadly se týkaly rovněž dovozu i vývozu. Díky podpoře monetární i fiskální politiky v druhé části roku se mezičtvrtletní růst reálného HDP dostal ze záporných hodnot. Průměrná hodnota za celý rok ovšem i tak činila pokles -4%. Zhoršení se dočkal i pracovní trh, míra nezaměstnanosti prudce vzrostla z nejnižší hodnoty prosince předešlého roku 7,2% na 9,9% v prosinci 2009.

Průměrná meziroční inflace měřená HICP přeskočila ze svého maxima eurozóny 3,3% v předchozím roce na její minimum 0,3%. Důvodem tohoto propadu byly především odeznívající inflační tlaky jako následek propadu světové ekonomiky. Ten tlačil ceny komodit směrem dolů už od poloviny roku 2008 a pokračoval i téměř po celý rok 2009. Meziroční růst cen ropy v prvním čtvrtletí dále klesal a podílel se na vývoji cen primárních a sekundárních zpracovatelů. Ceny energií se dočkaly v polovině roku absolutního poklesu



-10,7%, ceny komodit kromě energií -24,5% a ceny výrobců -5,7%. ECB na tento vývoj reagovala dalším výrazným snížením hlavních úrokových sazeb a během pěti měsíců poklesla úroková sazba pro hlavní refinanční operace na úroveň 1%, sazba vkladové facility na 0,25% a sazba mezní zápůjční facility na 1,75%.

Rok 2009 znamenal i tlumení měnové expanze a pokles tempa růstu širokých peněz. Meziroční inflace měřená HICP v druhé polovině roku absolutně poklesla na -0,7% v červenci a poté opět začala mírně narůstat. Ačkoliv se do absolutního poklesu dostaly i ceny nezpracovaných potravin (-1,5% ve čtvrtém čtvrtletí), o narovnání vývoje se postaraly oživené ceny ropy a zmírněný pokles cen energie. Celkově nízké hodnoty vycházely z celkově deflačního prostředí, které vytvářela všeobecně zpomalující ekonomika. Do konce roku zůstaly základní sazby ECB na nezměněné úrovni. V reakci na krizi zavedla ECB mimořádná měnověpolitická opatření v podobě zvýšené podpory financování a úvěrových toků v takovém rozsahu, jaký nemohl poskytnout snížení základních úrokových sazeb. Jednalo se o soubor pěti opatření (poskytování neomezeného množství likvidity bankám eurozóny za pevnou sazbu ve všech refinančních operacích proti přiměřenému zajištění, poskytování likvidity v cizích měnách, prodloužení maximální splatnosti refinančních operací ze tří měsíců na jeden rok a přímé nákupy na trhu krytých dluhopisů), který měl zmírnit nepříznivý vliv nefunkčních peněžních trhů na objem likvidity solventních bank v eurozóně.

#### **4.2.12 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2010**

Po hospodářském propadu opět docházelo k mírnému oživení aktivity eurozóny. Oživení hospodářské aktivity podporovala akomodativní monetární politika a opatření na obnovu fungování finančního systému. Příznivý vývoj oproti minulému roku zabezpečovala většina složek hrubého domácího produktu. K rostoucí spotřebě vlády se v průběhu roku přidala i soukromá spotřeba a investice. Díky rostoucí poptávce a postupnému odeznívání světové finanční krize rostla i podpora vývozu z eurozóny. Průměrná meziroční změna čistého vývozu ale nenabývala kladných hodnot z důvodů rychlejšího růstu složky dovozu. Růst míry nezaměstnanosti se sice zastavil, ale stále zůstával na vysoké hodnotě pod 10%. Vzhledem ke zlepšení situace na finančních trzích a opětovné správné funkčnosti transmisního mechanismu monetární politiky byla od počátku roku postupně rušena nepotřebná mimořádná opatření, která ECB zavedla v předcházejícím roce. Podpora

úvěrování ale dále pokračovala s používáním pevné sazby v hlavních refinančních operacích.

Kromě reálného HDP postupně rostla i inflace měřená HICP, která dosáhla průměrné hodnoty 1,6%. Postupný růst během celého roku byl následkem vyšších cen komodit, kterým opět vévodil obnovený růst cen ropy na světových trzích. Její průměrná cena za barel činila v prosinci roku 2010 69,6 eur. Ostatní komodity meziročně rostly v průměru kolem 50%. Mírný růst čekal i nezpracované a zpracované potraviny a oživení růstu cen se týkalo i energií, které vykazovaly na konci roku meziroční růst 11%. Postupně se zvyšovalo i tempo měnové expanze, ale růst peněžního agregátu M3 zůstal s průměrnou hodnotou 0,6% nadále nízký. I přes rostoucí meziměsíční míru inflace zůstávaly inflační tlaky tlumené a po vyhodnocení celkové situace s přihlédnutím ke střednědobým cílům rozhodla Rada guvernérů ponechat hodnoty základních úrokových sazeb na nezměněné úrovni.

#### **4.2.13 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2011**

V roce 2011 přibyl do eurozóny stát s nejrychleji se vyvíjejícím hospodářstvím v Evropě, a to pobaltská země Estonsko. Jako 17. člen EU úspěšně splnila všechna konvergenční kritéria a vstoupila pod vedení monetární politiky ECB. V tomto roce došlo k opětovnému utlumení ekonomické aktivity. Po oživení hospodářského růstu v roce 2010 opět docházelo k poklesu meziročního tempa růstu jednotlivých komponent reálného produktu. Zatímco mezičtvrtletně reálný HDP během prvních tří čtvrtletí mírně narůstal, v poslední části roku spadla ekonomika eurozóny opět do recese (-0,4%). Nepříznivý vývoj na finančních trzích a rovněž částečný vliv japonského zemětřesení tlačil růst složek domácí poptávky k nulovým hodnotám. Čistý vývoz zůstal sice na poměrně stabilní pozici lehce pod jedním procentem meziročního růstu, ale jeho komponenty, tj. vývoz i dovoz, klesly v průběhu roku o více než polovinu. V těchto podmínkách nadále rostla míra nezaměstnanosti, která na konci roku 2011 činila 10,6%. Tempo měnové expanze bylo po celý rok mírné, neboť postupné zvyšování tlumila negativní situace na finančních trzích. Růst peněžního agregátu M3 se tak v prosinci ustálil na úrovni 1,5%.

Míra inflace měřená HICP oproti předešlému roku prudce rostla a její průměrná roční hodnota činila 2,7%. Odrážela tak vývoj světových cen komodit. Růst cen energií nespádly

během roku pod 10% a zpomalování tempa růstu cen nezpracovaných potravin vyrovnával nárůst cen potravin zpracovaných. Ceny neenergetických surovin klesaly o řády několika desítek procent ročně, až se v posledním čtvrtletí dostaly do absolutního poklesu -2,5%, zato ceny ropy na světových trzích neustále rostly a několikrát překonaly i hranici 80 eur za barel. V některých ekonomikách eurozóny přispěl k vyšší inflaci rovněž nárůst nepřímých daní a regulovaných cen.

Vývoj základních úrokových sazeb reflektoval aktuální vývoj ekonomiky. Pro zamezení vznikajících inflačních nákladových tlaků zvýšila ECB v první polovině roku ve dvou krocích sazby o celkově 0,5%. Druhé pololetí ovšem zaznamenalo opětovné zvýšené napětí na finančních trzích a utlumenou ekonomickou aktivitu v eurozóně. Z důvodů udržení zdravé finanční stability proto úrokové sazby ECB opět klesaly o stejnou hodnotu. Na konci roku se tak dostaly zpátky na svou pozici z konce roku 2010, tedy 1% sazba pro hlavní refinanční operace, 0,25% sazba pro vkladovou facilitu a 1,75% pro mezní zápůjční facilitu. Opětovné zhoršení situace na finančních trzích přiměly Radu guvernérů k odsouhlasení dalších mimořádných měnověpolitických opatření (například zavedení refinanční operace se splatností šest měsíců nebo obnovení programu pro trhy s cennými papíry - nákup státních dluhopisů Eurosystémem výlučně na sekundárních trzích), přičemž ECB nadále poskytovala bankám likviditu za pevné sazby v hlavních refinančních operacích.

#### **4.2.14 Ekonomický vývoj eurozóny v roce 2012**

Utlumená ekonomická aktivita z předchozího roku i pokračovala i v roce 2012. Záporný příspěvek domácí poptávky a změny stavu zásob vyrovnával kladný přírůstek čistého vývozu. Ale ani ten v následujících měsících nepřevážil oslabenou domácí poptávku. Reálný HDP se pohyboval celý rok pod potenciálním produktem a hospodářství eurozóny se opětovně nacházelo v recesi, i když ve čtvrtletních hodnotách řádově v desetinách procent pod nulou. Zvýšená úroveň nejistoty nadále utlumovala rozsah měnové expanze a v závislosti na stavu ekonomiky nadále rostla míra nezaměstnanosti. Ta přesahovala během celého roku desetiprocentní hranici, tedy zatím nejvyšší v historii EMU.

V první polovině roku se inflace měřená HICP držela na vyšší hodnotě průměrného meziročního růstu 2,7%. Většina důležitých položek spotřebního koše vykazovala spíše

rostoucí charakter jednotlivých cen, především vysoké ceny energie, které však s koncem prvního pololetí postupně klesaly z 9,2% v lednu na 6,1% v červenci. Ceny světových energetických surovin stále dosahovaly velmi vysokých hodnot, cena za barel ropy typu Brent dokonce v březnu překročil cenu dosud nejvyšší cenu 94,2 eur. Finanční tlaky mírně brzdil absolutní pokles cen neenergetických surovin. Druhá polovina roku pokračovala v nastavených trendech. Opětovný nárůst energetických cen zmírnil a v posledních dvou měsících roku přiblížil míru inflace blíže horní hranici její referenční hodnoty. Rok tak byl zakončen hodnotou 2,2%. V závislosti na neustávající inflační tlaky v prostředí poklesu hospodářské aktivity rozhodla Rada guvernérů v červenci o snížení základních sazeb ECB o 0,25%. Tím se dostaly na historicky nejnižší úroveň a přebytečná likvidita se tak u vkladové facility stala úročitelná nulovou sazbou.

#### **4.2.15 Predikce budoucího hospodářského vývoje eurozóny**

V průběhu roku 2013 je nadále očekávána nízká hospodářská aktivita, která by se měla svého oživení dočkat v druhé polovině roku. Očekává se, že vhodná akomodační monetární politika dokáže posílit ekonomický pokles a opětovně oživit domácí poptávku. Spolu s posílením zahraniční poptávky by mělo dojít ke stabilizaci ekonomiky a obnovením důvěry finančních trhů. S růstem produkce se očekává rovněž pokles míry nezaměstnanosti a míra inflace by se měla držet pod, nebo blízko referenční hodnoty 2%.

V budoucnu se očekává další rozšíření Hospodářské a měnové unie. Státy Dánsko, Litva a Lotyšsko se již účastní systému ERM II. Světová ekonomická krize a její dopady v následujících letech celý proces evropské integrace zpomalily, což se projevilo mimo jiné i na zhoršení podmínek při dodržování Maastrichtských konvergenčních kritérií. Probíhající dluhová krize eurozóny navíc přináší celou řadu znepokojivých otázek na dlouhodobou udržitelnost unie a její společné měnové politiky. Zbývající státy Evropské unie, které se tak zatím neúčastní systému ERM II (Polsko, Maďarsko, Bulharsko, Rumunsko, Česká republika, Švédsko a Velká Británie), musí počkat na přívětivější ekonomické prostředí a posunout své termíny na pozdější dobu. Připomeňme si, že státy Dánska, Velké Británie a Švédska mají tzv. Opt-out status, což je trvalá výjimka pro přijetí jednotné měny eura.

## **4.3 Národní centrální banky v Eurosystemu a jejich možnosti ovlivnit ekonomiku**

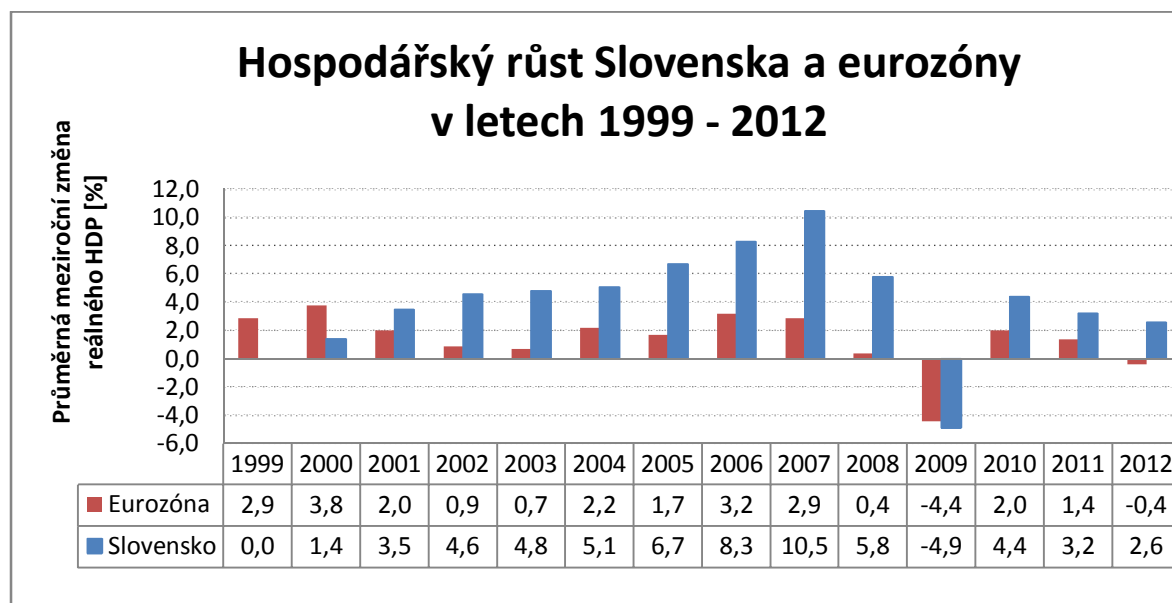
ECB řídí svou jednotnou měnovou politiku pro co možná nejpříznivější ekonomické prostředí eurozóny jako celku. Ale jak již víme, členské státy mají mezi sebou celou řadu rozdílů, od kulturních po politické. V tomto ekonomicky nehomogenním prostředí může především v krizových okamžicích docházet ke hroucení vnitřní integrity. Rozhodnutí o změnách krátkodobých úrokových sazeb ECB je pro všechny země společné. Vývoj hospodářské aktivity jednotlivých států je ale odlišný, neboť závisí na dlouhodobých výnosech. Monetární expanze nebo restrikce tak může fungovat v určitých částech eurozóny různě, někdy mírně, někdy dokonce kontraproduktivně. Tento jev lze úspěšně demonstrovat na ekonomickém stavu států jižní Evropy po ořesu světové ekonomické krize. Zadlužené státy Řecka, Itálie, nebo Španělska stahovaly ke dnu celou eurozónu a její společná monetární politika již neměla výraznější vliv na kompenzaci hospodářského propadu. Nejenom v období krize je tak pro členské státy důležité udržovat zdravou fiskální politiku. V době, kdy vzhledem k aktuální situaci nemohou ke kompenzacím použít pohyb měnového kurzu, se jedná o jeden z mála prostředků, jak ovlivnit národní ekonomiku. Abychom lépe porozuměli důsledkům ztráty měnové politiky, zaměříme pozornost na vybrané státy a jejich národohospodářské politiky z dob před a po vstoupení do EMU. Věnujme rovněž pozornost následkům evropské dluhové krize a odolnosti její stability. Tabulky s podkladovými daty jsou uvedeny v přílohách č. 15 až č. 18.

### **4.3.1 Slovenská republika**

Transformace ekonomiky našeho sousedského státu probíhala po rozpadu České a Slovenské Federativní Republiky zpočátku pomaleji, než v případě České republiky. Míru inflace se sice podařilo mezi roky 1996 a 1998 dostat pod úroveň té české, hospodářská aktivita rostla zpočátku jen velmi pozvolna. S průměrnou roční hodnotou reálného HDP 1,3% v letech 1999 a 2000 dokonce držela prvenství nejpomaleji rostoucího hospodářství v Evropě. Postupnou stabilizaci a oživení ekonomického růstu v roce 2000 doprovázela vysoká nezaměstnanost a vysoká inflace měřená HICP 12,2% (po Rumunsku druhá nejvyšší průměrná roční hodnota v Evropě). Vývoj cen v následujících letech nelze označit za stabilní, přestože se s několika výkyvy začal přibližovat nízkým hodnotám.

Slovenská ekonomika se ale dočkala příznivého vývoje. Rychlý hospodářský růst tlačil zemi mezi ekonomicky nejvýkonnější státy a to především díky přílivu zahraničního kapitálu a vlivu reforem, jako bylo zavedení rovné daně 19% v roce 2004. V témže roce se rovněž stala členem EU. V roce 2007 pokořilo ekonomické oživení i pobaltské země a s hodnotou 10,6% růstu HDP se Slovensko stalo nejrychleji rostoucí ekonomikou v celé Evropě. Díky příznivým hospodářským podmínkám se slovenská vláda rozhodla vstoupit do mechanismu ERM II, jehož výsledkem bylo přijetí tohoto středoevropského státu do eurozóny v roce 2009. NBS v návaznosti na tuto událost už nerozhoduje o měnové politice, objemu peněz v oběhu a devizových intervencích a rezervách, ale postupuje rozhodnutí Eurosystemu. Guvernér NBS se stal členem Rady guvernérů, čímž se Slovensko stále může podílet na rozhodnutích o monetární politice. Výměna platidla slovenské koruny za euro a podlehnutí pravidlům monetární politiky ECB nastalo právě v době celosvětové hospodářské krize. To znamenalo pro novou členskou zemi poklesnutí makroekonomických ukazatelů inflace i reálného HDP. Průměrná meziroční míra inflace činila nízkých 0,9% a ekonomika propadala o -5,8%. Záhy se ovšem z recese dostala a následující rok už zase patřila mezi nejrychleji rostoucí s hodnotou 4,4%, byť za cenu zvýšeného růstu spotřebitelských cen. Připojení k eurozóně tak můžeme považovat za zdařilé, bez negativních vlivů na makroekonomické ukazatele Slovenské republiky. O dalších výhodách či nevýhodách členství v EMU rozhodnou až další roky.

**Obrázek č. 11: Růst reálného HDP Slovenska a Eurozóny**

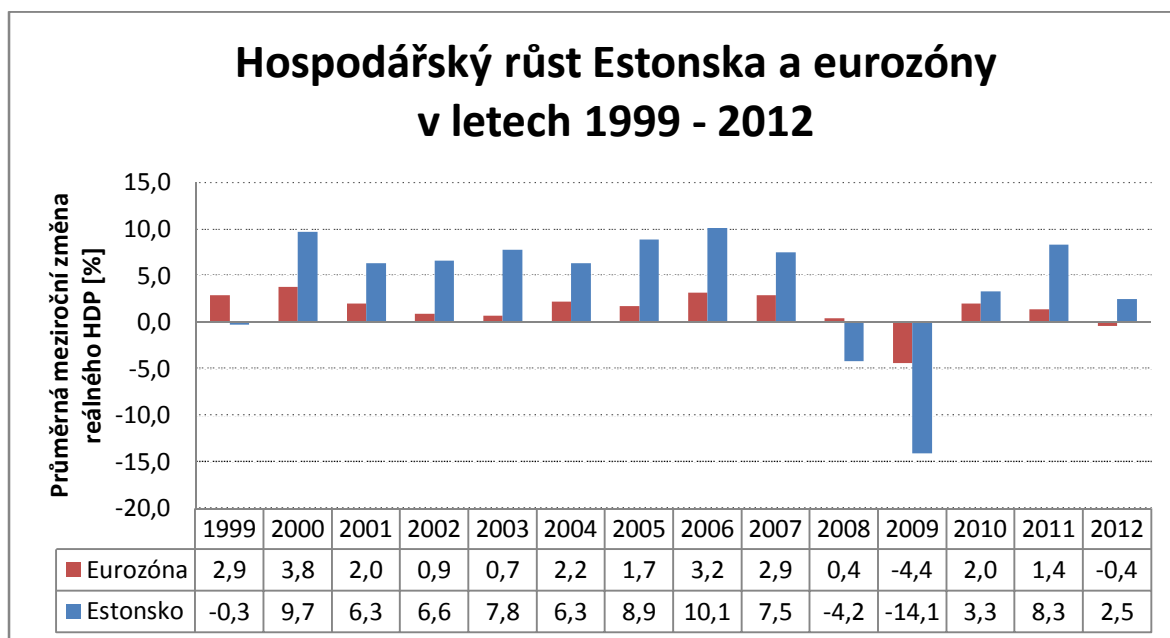


Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

### 4.3.2 Estonsko

Estonsko patří během posledních deseti let mezi nejrychleji se rozvíjející státy Evropy. Po těžkých začátcích od získání nezávislosti v roce 1992 se díky řadě úspěšných reforem dočkala oživení ekonomiky a prudkého růstu hospodářské aktivity. Mezi lety 2000 a 2007 docházelo k průměrnému nárůstu tvorby reálného HDP o téměř 8%. Nejvyšší hodnoty dosahoval v roce 2006 s meziroční změnou o 10,2%. S růstem hrubého domácího produktu rostla také spotřebitelská poptávka, která tlačila inflaci směrem vzhůru. Poměrně vysoká míra inflace měřená HICP vrcholila v roce 2008 s meziroční změnou 10,6%. V tomto roce se hospodářství Estonska dočkalo prudkého propadu a země se dostala do recese. Spolu s Dánskem čelila hospodářskému úpadku již rok před úderem světové ekonomické krize. Ta současný stav ještě více zhoršila. Meziroční míra inflace spadla sice až k nulové hranici, ale reálný HDP absolutně klesal o -14,1%. Netrvalo dlouho a po tomto globálním otřesu se estonská ekonomika opět dostala na vrchol nejrychlejšího ekonomického růstu z celé Evropy. V roce 2011 se jako první z Pobaltských států stala 17. členem eurozóny a přijala společnou měnu euro. Díky příznivému vývoji estonské ekonomiky zároveň i pomáhá vylepšovat statistické výkazy Eurosystemu jako celku.

Obrázek č. 12: Růst reálného HDP Estonska a EU



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

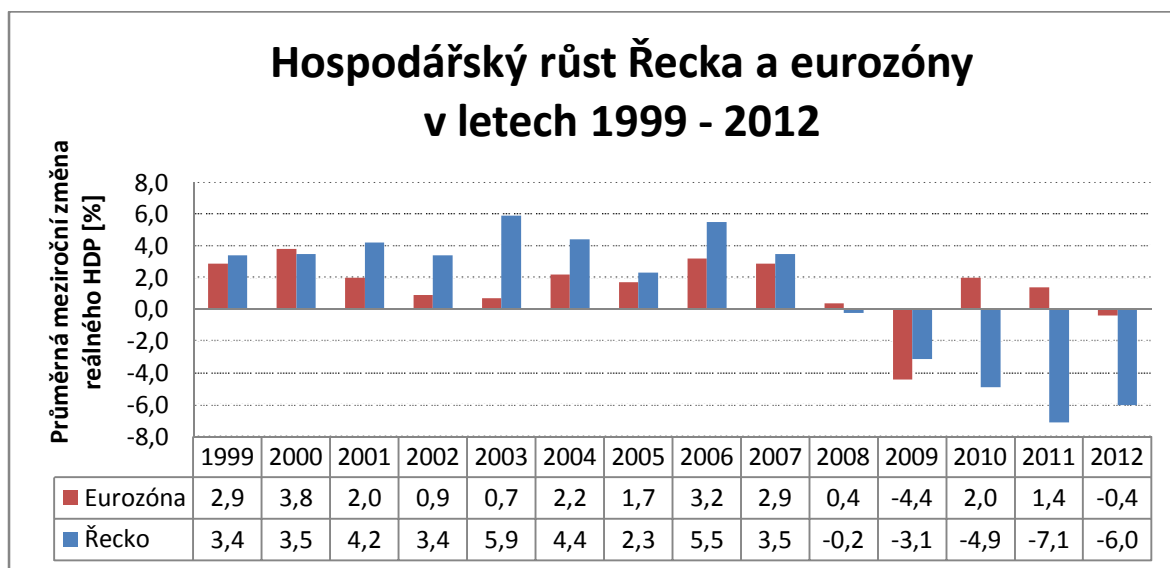
### 4.3.3 Řecko a evropská dluhová krize

Řecko bylo prvním státem, který rozšířilo eurozónu, a již v roce 2001 spadalo pod rozhodování o monetární politice ECB. Jak ovšem odhalila revize Eurostatu v roce 2005, díky speciálním finančním operacím došlo ke zkreslení skutečnosti, díky kterým mohlo Řecko úspěšně splnit Maastrichtská kritéria pro vstup do měnové unie. Do roku 2007 rostla řecká ekonomika rychleji než celková ekonomika eurozóny s průměrnou hodnotou meziročního růstu reálného HDP kolem 4%. Nad úrovní hodnot zemí měnové unie se díky ekonomické aktivitě pohybovala i míra inflace. Hospodářská recese, započatá již v roce 2008 s průměrnou meziroční hodnotou absolutního poklesu reálného HDP -0,2% pokračovala i v roce 2009, kdy pokles výkonosti ekonomik postihl všechny země eurozóny. Krizový rok 2009 postavil novou řeckou vládu a celou měnovou unii před nejednu nelehkou situaci.

Upravený schodek vládního sektoru o několik procent směrem vzhůru na 7,7% HDP pro rok 2008 a 12,5% HDP (podle revize Eurostatu dokonce 15,4% HDP) pro rok 2009 odhalil vážnou fiskální nerovnováhu. Setrvalý schodek a vysoké zadlužení pokračovalo i v roce následujícím. Snížení tempa růstu cenové hladiny v roce 2009 na 1,3% vystřídal jeho prudký nárůst v roce 2010 na 4,7%, který ještě více tlumil hospodářskou aktivitu. Řecko čelilo stále více rostoucím nákladům na úvěry a vážným problémům s financováním. Nedostatečná tvorba reálného produktu (meziroční pokles -4,9%) nedokázala uhradit kumulovaný dluh a na konci měsíce dubna musela řecká vláda požádat země eurozóny a MMF o finanční pomoc. Z obav z rozsáhlejší krize se členské země eurozóny rozhodly pro finanční podporu Řecka, přestože jim článek 125 Lisabonské smlouvy zakazuje přebírat na sebe závazky dalších států. Finanční pomoc byla poskytnuta pod přísnou podmínkou aktivního programu hospodářské, finanční a fiskální reformy a reformy veřejné správy. Ani tato pomoc však Řecku nepomohla a ekonomický pokles nadále pokračoval i během následujících let. Řecko se tak stalo ukázkovým příkladem situace, kdy by samostatná monetární politika mohla dopomáhat k hospodářské stabilizaci. Z opačného hlediska lze ovšem rovněž konstatovat, že na vině stojí především nedostatečná fiskální politika a neschopnost prosazení správných stabilizačních reforem.



Obrázek č. 13: Růst reálného HDP Řecka a EU



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Řecká dluhová krize, na kterou navázaly i státy jako Itálie, Španělsko, Portugalsko nebo Irsko, měla negativní vliv celou měnovou unií. Otázky fiskální udržitelnosti a nejistoty finanční podpory potřebným státům eurozóny vyvolávaly značné napětí, které mělo dopad na peněžní trh eurozóny jako celku. Poměr průměrného dluhu vládního sektoru eurozóny k HDP se zvýšil ze 79,8% v roce 2009 na 85,6% v roce 2010 a 88% v roce 2011. 12 ze 17 zemí eurozóny se nacházeli nad referenční hodnotou dluhu 60% HDP (vyjma Lucemburska, Finska, Slovenska, Slovinska a Estonska), 100% hranici pokořily státy Řecka (162,8%), Itálie (120,5%), Irsko (108,1%) a Portugalska (101,6%). Nejnižší hodnota ze zemí eurozóny připadla Estonsku s číslem 5,8%. Nejvýhodnější cesta z této dluhové spirály se dosud stále hledá a na maximum testuje ekonomickou sílu Eurosystemu jako celku i z hlediska jeho dílčího složení.

#### 4.3.4 Hospodářsky vyspělé státy

Hospodářsky nejvyspělejší státy Evropské unie se potýkají s opačným problémem, než ty zadlužené. Na rozdíl od nich jim může stabilizační monetární politika tlumit potenciální vývoj. Rozhodnutí Rady guvernérů je platné pro všechny státy měnové unie, ale nemůže mít pro všechny stejné výsledky. Vyhledaná střední cesta pro zajištění nejlepšího možného vývoje celkového Eurosystemu tak nejvíce negativně dopadá paradoxně na ty nejvyspělejší státy (tj. ty nad průměrem eurozóny). Jsou rovněž nejvíce zatěžovány hroucením ekonomik

států jižní Evropy a jejich žádostmi o finanční podporu pro cestu z krize. Míra dluhu vlády k tvorbě HDP za poslední 4 roky prudce stoupala a způsobuje silným ekonomikám, jako je třeba Německo, nárůst o téměř 20%. Nepříznivá situace na finančních trzích v prostředí dluhové krize dopadá ve značné míře na čistý vývoz a domácí poptávku, a tak klesají i reálné produkty. Zatímco tak ekonomiky rok po úderu světové krize stabilizovaly svůj výkon, v roce 2012 dochází k jeho opětovnému poklesu. Nejvýraznější poklesy hodnot můžeme spatřit u Německa (z meziročního průměrného růstu reálného produktu 4,2% v roce 2010 na 0,7% v roce 2012) nebo Švédska (z 6,6% v roce 2010 na 1,1% v roce 2012).

Rozdíl v růstu hospodářství mezi těmito dvěma extrémně vyspělých a zadlužených států je vysoký a nelze jej kompenzovat pohybem měnového kurzu. Pohyb základních úrokových sazeb zároveň nemůže reflektovat makroekonomický vývoj všech zemí. K potvrzení tohoto výroku slouží grafy vývoje úrokových sazeb a míry inflace měřené HICP v Řecku a v Německu (příloha č. 12 a 13). Především po roce 2009 je v případě Řecka zřetelně vidět nesoulad mezi růstem cenové hladiny a měnověpolitického nástroje úrokových sazeb.

#### **4.3.5 Shrnutí**

Národní centrální banky v Eurosytému pokračují ve vykonávání všech svých funkcí, ale i bez primární měnové politiky musí nadále dohlížet na udržování cenové stability. Jelikož postavení národního vykonavatele měnové politiky ztratily přistoupením ke společné měně eurozóny, musí klást větší důraz na analýzu fiskální politiky státu. Rozsah fiskální politiky může svým působením na agregátní nabídku a poptávku ovlivňovat jak ekonomický růst země, tak vývoj spotřebitelských cen. Vhodné využívání aktivních vládních opatření fiskální politiky vytváří příznivé prostředí stabilních ekonomických podmínek pro aplikaci globální měnové politiky ECB. V opačném případě mohou nesprávné aktivní zásahy vést k prohlubování státních deficitů a zhoršování makroekonomických ukazatelů země, jak ukázala studie krizových států během evropské dluhové krize. Podpora ekonomiky kombinací monetární politiky eurozóny a lokální fiskální politiky tak musí podléhat velmi pečlivému zvážení.

## 5 Výsledky a diskuze

Jako obyvatelé země s vlastní měnou a měnovou politikou stále hledáme odpovědi na celou řadu palčivých otázek v případě potenciálního přijetí jednotné evropské měny euro, na které se nehledají jasné odpovědi snadno. Můžeme se alespoň odkázat na empirická poznání čerstvých států měnové unie a jejich přechodu pod jednotnou měnovou politiku. S přijetím měny eura by nemělo docházet k automatickému navýšení cenové hladiny nebo znehodnocení úspor, ale pouze ke kurzovému přepočtu měn. A to buď dle pevně stanoveného měnového kurzu, nebo dle parity kupní síly. Tento přechod však může být zneužit některými výrobci, prodejci nebo poskytovateli služeb, kteří si mohou přepočtené ceny upravit směrem vzhůru. Proto je důležité, aby státní správa dokázala předcházet těmto případným zneužitím. Ze srovnávacích tabulek můžeme zároveň vyzorovat, že noví členové eurozóny neutrpěli vstupem do HMU žádné výrazné proinflační šoky.

Mnohem závažnější otázka je směřována na samotné omezení v podobě ztráty jedné ze stěžejních hospodářských politik. Transformaci české ekonomiky můžeme považovat za úspěšnou, ale přesto není její vývoj natolik silný nebo stabilní, aby dokázal podporu hospodářského vývoje zcela nahradit fiskální politikou. Z fiskálního hlediska bude nutné provést řadu hospodářských reforem pro zlepšení ekonomické situace ve střednědobém období. Vysoký deficit vládního rozpočtu je navíc dlouhodobě v rozporu s konvergenčním kritériem a pozitivně se nevyvíjí ani dluh vlády v procentech HDP, přestože se stále nachází pod kritériální hranicí. Spolu se současně vysokou mírou inflace a neúčasti v systému ERM II tak není ani stanoveno předběžné datum pro vstup do eurozóny.

V závislosti na aktuálně stále probíhající dluhovou krizi je navíc udržitelnost monetární politiky v současné podobě vysoce diskutabilní. Ekonomické rozdíly uvnitř eurozóny narůstají a jednotná měnová politika ECB je nedokáže celoplošně stabilizovat. Poskytovaná výpomoc kriticky zadluženým ekonomikám má rovněž negativní dopady na celkovou náladu členských států. Zatěžování vyspělých států může v budoucnu způsobit stále častější žádosti o finanční výpomoc s ohledem na rovnost států uvnitř unie. Takovýto postup je ovšem neudržitelný a kromě roztočené spirály zadluženosti by mohl způsobit i morální rozklad myšlenky unie jako celku.

Jedním z možných řešení, jak udržet EMU při životě, je prosazení i jednotné fiskální politiky. Tato harmonizace by mohla pomoci stírat rozdíly mezi jednotlivými státy nehomogenního prostředí, leč by se jednalo o další výrazné omezování národních suverenit. Dalším z řešení je vyloučení zadlužených států dočasně z eurozóny a navrácení jejich národní měny pro snadnější stabilizaci. Tento krok by Eurosystemu ušetřil mnoho problémů a z ekonomického hlediska by nejlépe dopomohl k nastartování ekonomické aktivity pro všechny strany. Negativním hlediskem této volby je opětovné morální dilema o myšlence eurozóny a její vnitřní integritě. Současný poměr mezi přínosy a přítěží participace v HMU je značně rozkolísaný. Proto by Česká republika neměla s vlastním členstvím příliš pospíchat a počkat na vývoj důsledků hospodářské krize v následujících letech pro pečlivější uvážení.

Vstup do měnové unie s sebou nese řadu nesporných výhod, jakými jsou eliminace kurzového rizika vůči zemím eurozóny, zvyšování cenové transparentnosti, vytváření stabilnějšího prostředí pro podnikání nebo efektivnější alokace zdrojů. Na druhé straně stojí riziko v neschopnosti vhodných zásahů při šokových situacích v prostředí neovlivnitelného měnového kurzu a otázka pružnosti adaptačních mechanismů, zejména trhu práce. Zavčas neléčené proinflační tlaky mohou vést až ke stupňování inflace, jejíž léčení by bylo velmi nákladné.

Z hlediska vlivu monetární politiky na výši reálného produktu bylo zjištěno, že nejzřetelnějším vlivem mají vyhlášené úrokové sazby centrální bankou na tržní úrokové míry. A to jak v případě údajů České republiky (2T repo sazba a tříměsíční sazba PRIBOR), tak v případě eurozóny (hlavní zápůjční facility a tříměsíční sazba EURIBOR). Inflační cílování má tak tímto způsobem zprostředkovaný kladný vliv i na ostatní makroekonomické veličiny, než je inflace samotná. Jak bylo prakticky ověřeno, měnová politika může stejně účinně působit na domácí a zahraniční poptávku kurzovými intervencemi. Naopak měnověpolitický nástroj minimálních povinných rezerv nemá téměř žádný vliv na celkovou výši reálného produktu nebo měnové zásoby, neboť se nikterak nepřízpůsobuje situacím na trhu a zůstává na své hladině 2%.

## 6 Závěr

Cílem práce bylo vymezení problematiky monetární politiky a smyslu existence a úloh bankovních systémů. Řádné fungování peněžní sféry, finanční a bankovní soustavy je jednou ze základních podmínek zdravého fungování národního hospodářství. Většina vyspělých zemí přešla do modelu dvoustupňové bankovní soustavy, která se skládá z centrální banky a bank komerčních. Rozlišujeme celou řadu mikroekonomických a makroekonomických funkcí, které centrální banka zastává, mezi ty nejzákladnější však patří emise hotovostního oběživa a udržování stabilní cenové hladiny prostřednictvím měnověpolitických nástrojů.

Z důvodů podrobnější analýzy konkrétní aplikace nástrojů monetární politiky na území České republiky a eurozóny byla blíže představena Česká národní banka a Evropská centrální banka. Historie ČNB sahá až na počátek 19. století, ale funkčnost pod svým názvem začala až po rozdělení Československa v roce 1993. Důležitým prvkem právní úpravy je mimo jiné institucionální nezávislost při provádění měnové politiky. Evropský bankovní systém je složen z Evropské centrální banky a Evropského systému centrálních bank. Aby se země mohla stát členským státem Eurosystemu, musí splnit Maastrichtská konvergenční kritéria, které se týkají stability cenové, fiskální, finančních a devizových trhů. Při vstupu země do Eurosystemu dochází ke ztrátě možnosti ovládnutí národní měnové politiky a tuto funkci začne primárně vykonávat ECB, jednotně pro celou eurozónu.

Monetární politika se provádí prostřednictvím přímých a nepřímých nástrojů. Nepřímé nástroje využívají tržních zákonů k působení na ostatní subjekty finančního trhu a převládají nad používáním přímých nástrojů. Mezi nejčastěji využívané nástroje patří operace na volném trhu a diskontní nástroje, kde klíčovou roli hrají klíčové úrokové sazby centrální banky. Přímé nástroje jsou aplikovány prostřednictvím zákazů a nařízení. Tyto nástroje jsou vzhledem ke své direktivní podstatě ve vyspělých ekonomických systémech využívány jen velmi zřídka.

Měnová politika je jednou ze základních hospodářských politik státu a má složit jako regulace operačního cíle centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího a konečného cíle, kterým je stabilizovaný vývoj cenové

hladiny a stabilní ekonomický růst při nízké míře nezaměstnanosti. Prostřednictvím monetární expanze nebo restriktce dochází k ovlivňování výše nominální zásoby peněz, které má transmisním mechanismem působit k ovlivňování stanovených cílů.

Na tuto aktivistickou měnovou politiku mají keynesiánci a monetaristé odlišný názor. Keynesiánci kladou důraz na působení transmisního mechanismu prostřednictvím změn úrokových sazeb, monetaristé naopak prostřednictvím změn nabídky peněz. Oba přístupy narážejí na určité překážky, a zatímco se názorově rozcházejí v krátkém období, v dlouhém období se shodují na tom, že dochází pouze k růstu cenové hladiny. Z toho důvodu vznikala celá řada alternativních přístupů k monetární politice, jako je teorie fixních měnových kurzů nebo přímé cílování inflace. Důležitá je také správná kombinace monetární a fiskální politiky, která nepřináší jednoznačné odpovědi na řešení, jak by se mohlo na první pohled zdát

Růst cenové hladiny je obecná definice důležitého makroekonomického ukazatele inflace. Pokud dochází k poklesu tempa růstu, hovoříme o dezinflaci. Pokud cenová hladina naopak klesá, jedná se o deflaci. Mezi základní druhy příčin patří inflace tažená poptávkou a inflace tlačovaná náklady. Jedná se o pohyby křivek agregátní poptávky a agregátní nabídky, které ovlivňují růst cenové hladiny. Hlavní dopady inflace jsou přerozdělovací efekt a narušení informační funkce cen. Inflace se dá léčit tlumením nákladových tlaků nebo snižováním agregátní poptávky.

První část analytické práce blíže prozkoumala vývoj českého hospodářství a jeho cenové hladiny při vykonávání monetární politiky ČNB v letech 1998 až 2012. Po měnové krizi v roce 1997 došlo následujícího roku k přechodu na cílování inflace. Zatímco do roku 2001 byly inflační cíle sledovány pro čistou inflaci, od tohoto roku je definováno cílové pásmo pro celkovou inflaci měřenou CPI. Přesto, že se od té doby drží vývoj cenové hladiny pod úrovní 10%, ne vždy se podařilo inflační cíle naplnit. Vysoká inflace v roce 2008 byla způsobena nepříznivým vývojem cen energetických surovin na světových trzích a její prudký pokles v následujícím roce byl důsledkem celosvětové hospodářské krize. Od té doby je její vývoj v blízkosti inflace eurozóny a v rámci harmonizace je jí třeba udržovat v blízkosti 2% i v následujících letech. Můžeme tak hovořit o zdařilé transformaci ekonomiky, jejíž úspěšná měnová politika je srovnatelná s tou evropskou.

Evropská centrální banka začala vykonávat funkci jednotné měnové politiky od roku 1999 pro jedenáct členů HMU. Tento počet se v následujících letech rozšiřoval na dosavadní počet sedmnácti členů. Počáteční silný ekonomický růst eurozóny negativně ovlivnily geopolitické události, které svým napětím působily na světové ceny v letech 2001 až 2003. Především rostoucí ceny energetických surovin hrály významnou roli v evropské ekonomii. Postupné zotavování a ožívování hospodářské aktivity stabilizovalo ceny lehce nad referenční hranicí 2% až do kritického roku 2008. Opětovný pokles produkce a její propad v následujícím roce byl výsledkem celosvětové ekonomické krize. Rychlé zotavení v roce 2010 trvalo jen krátkou dobu, neboť na evropské státy doléhala trvající dluhová krize. Spousta národních ekonomik spadla rokem 2012 do opětovné krize a s nimi i průměr eurozóny. V následujících letech se očekává postupné zotavování a následné ekonomické sílení.

Dílejší částí analytické práce bylo skrze čerstvě adaptované členy eurozóny zhodnotit, jaké mají národní banky v Eurosystemu možnosti ovlivnit ekonomiku. Ekonomicky rychle rostoucí státy jako Slovensko nebo Estonsko nebyly vstupem do měnové unie nikterak ohroženy a i z krizových okamžiků se rychle dostaly i bez primární možnosti ovlivňovat monetární politiku. Naopak státy jako Řecko představují vzor špatné adaptability fiskální politiky a jejích možností ovlivňovat hospodářství. Navíc následky zadlužených států táhnou ke dnu celou eurozónu. Na řešení této situace, při eliminaci všech možných negativních dopadů na jednotlivé státy nebo Eurosystemu jako celku, dodnes nejsou jednoznačné odpovědi.

Na základě těchto situací je vhodné s přijetím eura v České republice počkat. Nejenom na dobu stabilizace vlastní ekonomiky a bezproblémové plnění kriteriálních podmínek ve výhledové době, ale především na vývoj evropské dluhové situace a jejích dopadů. Ztráta národní měnové politiky je velkým krokem pro ověření připravenosti ostatních stabilizačních nástrojů fiskální expanze a restrikce. Neměli bychom tak vstup do eurozóny uspěchat, když stále panuje nejistota nad udržitelností jejího současného stavu.

## 7 Seznam použitých zdrojů

1. APEL, Emmanuel. *European monetary integration :1958-2002*. 1st pub. London: Routledge, 1998, 222 s. ISBN 0-415-11433-0.
2. BRČÁK, Josef; SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2010. 292 s. ISBN 978-80-7380-245-5.
3. DORNBUSCH, Rudi., FISHER, Stanley. *Makroekonomie*. 6. vyd. Praha : SNP, 1994, 602 s. ISBN 80-04-25556-6.
4. DVORČÁK, Petr. *Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha: Linde, 1999. 475 s. ISBN 80-7201-164-2.
5. FIALA, Petr; PITROVÁ, Markéta. *Evropská unie*. 1. Brno : Centrum pro studium demokracie a kultury, 2003. 743 s. ISBN 80-7325-015-2.
6. FLAMMANT, Maurice. *Inflace*. 1. vyd. Praha : HZ Praha, 1995. 127 s. ISBN 80-901918-4-3.
7. FRIEDMAN, Milton. *Za vším hledej peníze*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997, 263 s. ISBN 80-716-9480-0.
8. HELÍSEK, Mojmír. *Základy makroekonomie : Průvodce studiem*. 1. vyd. Praha : Vysoké školy finanční a správní, 2004. 92 s. ISBN 80-86754-18-9.
9. HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 3. aktualiz. vyd. Praha: C. H. Beck, 2002, xxii, 714 s. ISBN 80-717-9681-6.
10. JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. První vydání. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2004. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.
11. KAMPF, Rudolf. *Financování a bankovníctví (přednášky a testy)*. První vydání. Pardubice : Univerzita Pardubice, 2005. 114 s. ISBN 80-7194-712-1.
12. MACH, Miloš. *Makroekonomie II : Pro magisterské (inženýrské) studium - 2. část*. 3. vyd. Praha : Melandrium, 2001. 252 s. ISBN 80-86175-18-9.
13. MANDEL, Martin. *Centrální banka v otevřené ekonomice*. 1. vyd. Praha : Vysoká škola ekonomická, 1994. 192 s. ISBN 80-7079-784-3.
14. MERVART, Josef. *České banky v kontextu světového vývoje*. Praha : Lidové noviny, 1998. 162 s. ISBN 80-710-6236-7.
15. PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. Vyd. 3. Slaný: Melandrium, 2007, 278 s. ISBN 978-80-86175-58-4.
16. PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004, 137 s. Eupress. ISBN 80-867-5429-4.
17. POSPÍŠIL, Richard. *Finance a bankovníctví*. 1. vydání. Olomouc : Univerzita Palackého, 2007. 139 s. ISBN 978-80-244-1712-7.



18. REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001, 782 s. ISBN 80-726-1051-1.
19. RUSMICHOVÁ, Lada; SOUKUP, Jindřich. *Makroekonomie : Základní kurz*. 1. Jinočany : H&H, 1992. 211 s. ISBN 80-85467-33-X.
20. SAMUELSON, P. A., NORDHAUS, W. D. *Ekonomie*. 18. vyd. Praha : NS Svoboda, 2007. 776 s. ISBN 978-80-205-0590-3.
21. SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*. Praha : Profess Consulting, s.r.o., 2007. 488 s. ISBN 80-7259-050-2.
22. TSOUKALIS, Loukas. *The New European Economy Revisited*. New York: Oxford University Press, 1997, 320 s. ISBN 0-19-877477-X.
23. ULRICH, Milan a Daniela PFEIFEROVÁ. *Bankovníctví*. Vyd. 1. Praha: Provozně ekonomická fakulta ČZU v Praze ve vydavatelství Credit, 2004, 264 s. ISBN 80-213-0815-X.
24. URBAN, Jan. *Základy teorie národního hospodářství*. 1. vyd. Praha : ASPI Publishing, 2003. 424 s. ISBN 80-86395-72-3.

#### **Zákony a smlouvy**

25. Česko. Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance. In: Sbíрка zákonů České republiky. 1993. Dostupné z: <http://www.podnikatel.cz/zakony/zakon-c-6-1993-sb-o-ceske-narodni-bance/cele-zneni/>
26. Evropská unie. Smlouva o založení Evropského hospodářského společenství. In: Úřední věstník EU. 1957. Dostupné z: <http://www.euroskop.cz/gallery/5/1749-8ca9577b53a4deb6f8c87820d1ea31b7.pdf>

#### **Internetové zdroje**

27. Proč je ČNB nezávislá?. *Česká národní banka* [online]. © 2003-2012 [cit. 2012-12-30]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/faq/proc\\_je\\_cnb\\_nezavisla.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html)
28. Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. © 2003-2012 [cit. 2012-12-30]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/)
29. Kritéria konvergence. *The European Central Bank* [online]. © 2012 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/ecb/orga/escb/html/convergence-criteria.cs.html>

#### **Internetové publikace**

30. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 1998 [online]. Praha: ČNB, 1998 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:

- [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1998/1998\\_duben/download/zoi\\_1998\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_duben/download/zoi_1998_duben.pdf)
31. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 1998 [online]. Praha: ČNB, 1998 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1998/1998\\_cervenec/download/zoi\\_1998\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_cervenec/download/zoi_1998_cervenec.pdf)
32. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 1998 [online]. Praha: ČNB, 1998 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1998/1998\\_rijen/download/zoi\\_1998\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_rijen/download/zoi_1998_rijen.pdf)
33. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 1999 [online]. Praha: ČNB, 1999 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[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)
34. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 1999 [online]. Praha: ČNB, 1999 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_duben/download/zoi\\_1999\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_duben/download/zoi_1999_duben.pdf)
35. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 1999 [online]. Praha: ČNB, 1999 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_cervenec/download/zoi\\_1999\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_cervenec/download/zoi_1999_cervenec.pdf)
36. Zpráva o inflaci - říjen 1999 [online]. Praha: ČNB, 1999 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_rijen/download/zoi\\_1999\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_rijen/download/zoi_1999_rijen.pdf)
37. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2000 [online]. Praha: ČNB, 2000 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[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)
38. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2000 [online]. Praha: ČNB, 2000 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2000/2000\\_duben/download/zoi\\_2000\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2000/2000_duben/download/zoi_2000_duben.pdf)
39. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2000 [online]. Praha: ČNB, 2000 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:

- [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2000/2000\\_cervenec/download/zoi\\_2000\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2000/2000_cervenec/download/zoi_2000_cervenec.pdf)
40. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2000 [online]. Praha: ČNB, 2000 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2000/2000\\_rijen/download/zoi\\_2000\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2000/2000_rijen/download/zoi_2000_rijen.pdf)
41. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2001 [online]. Praha: ČNB, 2001 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2001/2001\\_leden/download/zoi\\_2001\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/download/zoi_2001_leden.pdf)
42. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2001 [online]. Praha: ČNB, 2001 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[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)
43. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2001 [online]. Praha: ČNB, 2001 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2001/2001\\_cervenec/download/zoi\\_2001\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_cervenec/download/zoi_2001_cervenec.pdf)
44. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2001 [online]. Praha: ČNB, 2001 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2001/2001\\_rijen/download/zoi\\_2001\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_rijen/download/zoi_2001_rijen.pdf)
45. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2002 [online]. Praha: ČNB, 2002 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2002/2002\\_leden/download/zoi\\_2002\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/download/zoi_2002_leden.pdf)
46. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2002 [online]. Praha: ČNB, 2002 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2002/2002\\_duben/download/zoi\\_2002\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_duben/download/zoi_2002_duben.pdf)
47. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2002 [online]. Praha: ČNB, 2002 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2002/2002\\_cervenec/download/zoi\\_2002\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_cervenec/download/zoi_2002_cervenec.pdf)

48. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2002 [online]. Praha: ČNB, 2002 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2002/2002\\_rijen/download/zoi\\_2002\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_rijen/download/zoi_2002_rijen.pdf)
49. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2003 [online]. Praha: ČNB, 2003 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2003/2003\\_leden/download/zoi\\_2003\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/download/zoi_2003_leden.pdf)
50. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2003 [online]. Praha: ČNB, 2003 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2003/2003\\_duben/download/zoi\\_2003\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_duben/download/zoi_2003_duben.pdf)
51. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2003 [online]. Praha: ČNB, 2003 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2003/2003\\_cervenec/download/zoi\\_2003\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_cervenec/download/zoi_2003_cervenec.pdf)
52. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2003 [online]. Praha: ČNB, 2003 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2003/2003\\_rijen/download/zoi\\_2003\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_rijen/download/zoi_2003_rijen.pdf)
53. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2004 [online]. Praha: ČNB, 2004 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2004/2004\\_leden/download/zoi\\_2004\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/download/zoi_2004_leden.pdf)
54. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2004 [online]. Praha: ČNB, 2004 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2004/2004\\_duben/download/zoi\\_2004\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_duben/download/zoi_2004_duben.pdf)
55. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2004 [online]. Praha: ČNB, 2004 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2004/2004\\_cervenec/download/zoi\\_2004\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_cervenec/download/zoi_2004_cervenec.pdf)
56. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2004 [online]. Praha: ČNB, 2004 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:

- [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2004/2004\\_rijen/download/zoi\\_2004\\_rijen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_rijen/download/zoi_2004_rijen.pdf)
57. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2005 [online]. Praha: ČNB, 2005 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2005/2005\\_leden/download/zoi\\_2005\\_leden.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_leden/download/zoi_2005_leden.pdf)
58. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2005 [online]. Praha: ČNB, 2005 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2005/2005\\_duben/download/zoi\\_2005\\_duben.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_duben/download/zoi_2005_duben.pdf)
59. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2005 [online]. Praha: ČNB, 2005 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2005/2005\\_cervenec/download/zoi\\_2005\\_cervenec.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_cervenec/download/zoi_2005_cervenec.pdf)
60. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2005 [online]. Praha: ČNB, 2005 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2005/2005\\_rijen/download/zoi\\_10\\_2005.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_rijen/download/zoi_10_2005.pdf)
61. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2006 [online]. Praha: ČNB, 2006 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2006/2006\\_leden/download/zoi\\_01\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/download/zoi_01_2006.pdf)
62. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2006 [online]. Praha: ČNB, 2006 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2006/2006\\_duben/download/zoi\\_04\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_duben/download/zoi_04_2006.pdf)
63. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2006 [online]. Praha: ČNB, 2006 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2006/2006\\_cervenec/download/zoi\\_07\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_cervenec/download/zoi_07_2006.pdf)
64. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2006 [online]. Praha: ČNB, 2006 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2006/2006\\_rijen/download/zoi\\_10\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_rijen/download/zoi_10_2006.pdf)

65. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - leden 2007 [online]. Praha: ČNB, 2007 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2007/2007\\_leden/download/zoi\\_01\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/download/zoi_01_2007.pdf)
66. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - duben 2007 [online]. Praha: ČNB, 2007 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2007/2007\\_duben/download/zoi\\_04\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_duben/download/zoi_04_2007.pdf)
67. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - červenec 2007 [online]. Praha: ČNB, 2007 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2007/2007\\_cervenec/download/zoi\\_07\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_cervenec/download/zoi_07_2007.pdf)
68. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - říjen 2007 [online]. Praha: ČNB, 2007 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2007/2007\\_rijen/download/zoi\\_10\\_2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_rijen/download/zoi_10_2007.pdf)
69. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - I/2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2008/2008\\_I/download/zoi\\_I\\_2008.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_I/download/zoi_I_2008.pdf)
70. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - II/2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2008/2008\\_II/download/zoi\\_II\\_2008.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_II/download/zoi_II_2008.pdf)
71. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - III/2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2008/2008\\_III/download/zoi\\_III\\_2008.pdf](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_III/download/zoi_III_2008.pdf)
72. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - IV/2008 [online]. Praha: ČNB, 2008 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2008/2008\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2008.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_IV/download/zoi_IV_2008.pdf)
73. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - I/2009 [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z:

- [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009/2009\\_I/download/zoi\\_I\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/download/zoi_I_2009.pdf)
74. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - II/2009 [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009/2009\\_II/download/zoi\\_II\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_II/download/zoi_II_2009.pdf)
75. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - III/2009 [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009/2009\\_III/download/zoi\\_III\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_III/download/zoi_III_2009.pdf)
76. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - IV/2009 [online]. Praha: ČNB, 2009 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009/2009\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2009.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_IV/download/zoi_IV_2009.pdf)
77. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - I/2010 [online]. Praha: ČNB, 2010 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2010/2010\\_I/download/zoi\\_I\\_2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/download/zoi_I_2010.pdf)
78. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - II/2010 [online]. Praha: ČNB, 2010 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2010/2010\\_II/download/zoi\\_II\\_2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_II/download/zoi_II_2010.pdf)
79. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - III/2010 [online]. Praha: ČNB, 2010 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2010/2010\\_III/download/zoi\\_III\\_2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_III/download/zoi_III_2010.pdf)
80. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - IV/2010 [online]. Praha: ČNB, 2010 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2010/2010\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2010.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_IV/download/zoi_IV_2010.pdf)
81. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - I/2011 [online]. Praha: ČNB, 2011 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2011/2011\\_I/download/zoi\\_I\\_2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/download/zoi_I_2011.pdf)

82. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - II/2011 [online]. Praha: ČNB, 2011 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2011/2011\\_II/download/zoi\\_II\\_2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_II/download/zoi_II_2011.pdf)
83. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - III/2011 [online]. Praha: ČNB, 2011 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2011/2011\\_III/download/zoi\\_III\\_2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_III/download/zoi_III_2011.pdf)
84. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - IV/2011 [online]. Praha: ČNB, 2011 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2011/2011\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2011.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_IV/download/zoi_IV_2011.pdf)
85. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - I/2012 [online]. Praha: ČNB, 2012 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_I/download/zoi\\_I\\_2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/download/zoi_I_2012.pdf)
86. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - II/2012 [online]. Praha: ČNB, 2012 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_II/download/zoi\\_II\\_2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_II/download/zoi_II_2012.pdf)
87. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - III/2012 [online]. Praha: ČNB, 2012 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_III/download/zoi\\_III\\_2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_III/download/zoi_III_2012.pdf)
88. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - IV/2012 [online]. Praha: ČNB, 2012 [cit. 2013-01-18].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2012.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_IV/download/zoi_IV_2012.pdf)
89. Česká národní banka: Zpráva o inflaci - I/2013 [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2013-02-16].  
Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2013/2013\\_I/download/zoi\\_I\\_2013.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/download/zoi_I_2013.pdf)
90. European Central Bank: Annual Report 1998 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 1999 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar1998en.pdf>



91. European Central Bank: Annual Report 1999 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2000 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar1999en.pdf>
92. European Central Bank: Annual Report 2000 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2001 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2000en.pdf>
93. European Central Bank: Annual Report 2001 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2002 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2001en.pdf>
94. European Central Bank: Annual Report 2002 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2003 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2002en.pdf>
95. European Central Bank: Annual Report 2003 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2004 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2003en.pdf>
96. European Central Bank: Annual Report 2004 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2005 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2004cs.pdf>
97. European Central Bank: Annual Report 2005 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2006 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2005cs.pdf>
98. European Central Bank: Annual Report 2006 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2007 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2006cs.pdf>
99. European Central Bank: Annual Report 2007 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2008 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2007cs.pdf>
100. European Central Bank: Annual Report 2008 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2009 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008cs.pdf>
101. European Central Bank: Annual Report 2009 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2010 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2009cs.pdf>
102. European Central Bank: Annual Report 2010 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2011 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2010cs.pdf>
103. European Central Bank: Annual Report 2011 [online]. Frankfurt am Main: ECB, 2012 [cit. 2013-01-18]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2011cs.pdf>

#### **Internetové stránky**

104. Česká národní banka [online]. 2012 [cit. 2013-01-22]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
105. Český statistický úřad [online]. 2012 [cit. 2013-01-22]. Dostupné z: <http://www.czso.cz/>
106. European Central Bank [online]. 2012 [cit. 2013-01-22]. Dostupné z: <http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>
107. Eurostat [online]. 2012 [cit. 2013-01-22]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home/>

## 8 Přílohy

PŘÍLOHA Č. 1: VÝVOJE ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB ČNB 1997 - 2012	I
PŘÍLOHA Č. 2: ZMĚNY ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB EUROZÓNY	II
PŘÍLOHA Č. 3: ROZDĚLENÍ PENĚŽNÍCH AGREGÁTŮ	III
PŘÍLOHA Č. 4: VÁHY SPOTŘEBNÍHO KOŠE	IV
PŘÍLOHA Č. 5: MÍRA INFLACE ČR KE STEJNÉMU MĚSÍCI PŘEDCHOZÍHO ROKU	IV
PŘÍLOHA Č. 6: MÍRA INFLACE ČR PŘÍRŮSTKEM PRŮMĚRNÉHO ROČNÍHO INDEXU	V
PŘÍLOHA Č. 7: VÝVOJ NOMINÁLNÍHO MĚNOVÉHO KURZU CZK/EUR V LETECH 2004 - 2012	V
PŘÍLOHA Č. 8: VÝVOJ MÍRY INFLACE A ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB ČNB	VI
PŘÍLOHA Č. 9: VÝVOJ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M2 A CELKOVÉ INFLACE V ČR V LETECH 2003 - 2012	VI
PŘÍLOHA Č. 10: VÝVOJ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU M3 A HICP V EUROZÓNĚ V LETECH 1998 - 2012	VII
PŘÍLOHA Č. 11: VLIV CEN ENERGIÍ A POTRAVIN NA CELKOVOU INFLACI EUROZÓNY V LETECH 1998 - 2012	VII
PŘÍLOHA Č. 12: VÝVOJ ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB ECB A HICP ŘECKA V LETECH 2000 - 2012	VIII
PŘÍLOHA Č. 13: VÝVOJ ZÁKLADNÍCH ÚROKOVÝCH SAZEB ECB A HICP NĚMECKA V LETECH 2000 - 2012	VIII
PŘÍLOHA Č. 14: SROVNÁNÍ ÚROKOVÝCH SAZEB A MEZIROČNÍ ZMĚNY HDP V EUROZÓNĚ	IX
PŘÍLOHA Č. 15: POROVNÁNÍ 2T REPO SAZBY S TRŽNÍMI ÚROKOVÝMI SAZBAMI PRIBORU	IX
PŘÍLOHA Č. 16: PROGNOZY ČNB PRO NÁSLEDUJÍCÍ MĚSÍCE ROKU 2013	VIII
PŘÍLOHA Č. 17: PRŮMĚRNÁ ROČNÍ MÍRA ZMĚNY HICP VE STÁTECH EU	<b>CHYBA! ZÁLOŽKA NENÍ</b>
<b>DEFINOVÁNA.</b>	
PŘÍLOHA Č. 18: PRŮMĚRNÁ ROČNÍ MÍRA ZMĚNY REÁLNÉHO HDP V TRŽNÍCH CENÁCH VE STÁTECH EU	<b>CHYBA! ZÁLOŽKA NENÍ DEFINOVÁNA.</b>
<b>DEFINOVÁNA.</b>	
PŘÍLOHA Č. 19: DLUH SEKTORU VLÁDY V PROCENTECH HDP V ZEMÍCH EU	<b>CHYBA! ZÁLOŽKA NENÍ</b>
<b>DEFINOVÁNA.</b>	
PŘÍLOHA Č. 20: VLÁDNÍ DEFICIT (PŘEBYTEK)/HDP V ZEMÍCH EU	<b>CHYBA! ZÁLOŽKA NENÍ DEFINOVÁNA.</b>

**Příloha č. 1: Vývoje základních úrokových sazeb ČNB 1997 - 2012**

Datum	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba	Datum	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
2012/11/02	0,05	0,05	0,25	1999/04/09	7,20	-	-
2012/10/01	0,25	0,10	0,75	1999/03/12	7,50	6,00	10,00
2012/06/29	0,50	-	1,50	1999/01/29	8,00	-	-
2010/05/07	0,75	-	1,75	1999/01/18	8,75	-	-
2009/12/17	1,00	-	2,00	1998/12/23	9,50	7,50	12,50
2009/08/07	1,25	0,25	2,25	1998/12/04	10,50	-	-
2009/05/11	1,50	0,50	2,50	1998/11/13	11,50	-	-
2009/02/06	1,75	0,75	2,75	1998/10/27	12,50	10,00	15,00
2008/12/18	2,25	1,25	3,25	1998/09/25	13,50	-	-
2008/11/07	2,75	1,75	3,75	1998/08/14	14,00	11,50	16,00
2008/08/08	3,50	2,50	4,50	1998/07/17	14,50	-	-
2008/02/08	3,75	2,75	4,75	1998/03/20	15,00	-	-
2007/11/30	3,50	2,50	4,50	1998/01/23	-	-	19,00
2007/08/31	3,25	2,25	4,25	1997/12/17	14,75	-	-
2007/07/27	3,00	2,00	4,00	1997/12/10	15,00	-	-
2007/06/01	2,75	1,75	3,75	1997/12/09	15,50	-	-
2006/09/29	2,50	1,50	3,50	1997/12/04	16,75	-	-
2006/07/28	2,25	1,25	3,25	1997/12/03	17,50	-	-
2005/10/31	2,00	1,00	3,00	1997/12/02	18,00	-	-
2005/04/29	1,75	0,75	2,75	1997/12/01	18,50	-	-
2005/04/01	2,00	1,00	3,00	1997/10/31	14,80	-	-
2005/01/28	2,25	1,25	3,25	1997/08/04	14,50	-	-
2004/08/27	2,50	1,50	3,50	1997/08/01	14,70	-	-
2004/06/25	2,25	1,25	3,25	1997/07/28	14,90	-	-
2003/08/01	2,00	1,00	3,00	1997/07/24	15,20	-	-
2003/06/26	2,25	1,25	3,25	1997/07/23	15,40	-	-
2003/01/31	2,50	1,50	3,50	1997/07/22	15,70	-	-
2002/11/01	2,75	1,75	3,75	1997/07/16	16,00	-	-
2002/07/26	3,00	2,00	4,00	1997/07/09	16,20	-	-
2002/04/26	3,75	2,75	4,75	1997/07/08	16,50	-	-
2002/02/01	4,25	3,25	5,25	1997/07/07	17,00	-	-
2002/01/22	4,50	3,50	5,50	1997/07/01	17,90	-	-
2001/11/30	4,75	3,75	5,75	1997/06/30	18,20	-	-
2001/07/27	5,25	4,25	6,25	1997/06/27	-	-	23,00
2001/02/23	5,00	4,00	6,00	1997/06/24	18,50	-	-
1999/11/26	5,25	-	-	1997/06/23	20,00	-	-
1999/10/27	5,50	5,00	7,50	1997/06/20	22,00	-	-
1999/10/05	5,75	-	-	1997/06/18	25,00	-	-
1999/09/03	6,00	5,50	8,00	1997/06/11	29,00	-	-
1999/07/30	6,25	-	-	1997/06/04	39,00	-	-
1999/06/25	6,50	-	-	1997/05/27	-	13,00	-
1999/05/04	6,90	-	-	1997/05/16	12,40	10,50	50,00

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

**Příloha č. 2: Změny základních úrokových sazeb eurozóny**

Date	Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
		Fixed rate tenders	Variable rate tenders	
2012/07/11	0	0,75	-	1,5
2011/12/14	0,25	1	-	1,75
2011/11/09	0,5	1,25	-	2
2011/07/13	0,75	1,5	-	2,25
2011/04/13	0,5	1,25	-	2
2009/05/13	0,25	1	-	1,75
2009/04/08	0,25	1,25	-	2,25
2009/03/11	0,5	1,5	-	2,5
2009/01/21	1	2	-	3
2008/12/10	2	2,5	-	3
2008/11/12	2,75	3,25	-	3,75
2008/10/15	3,25	3,75	-	4,25
2008/10/09	3,25	-	-	4,25
2008/10/08	2,75	-	-	4,75
2008/07/09	3,25	-	4,25	5,25
2007/06/13	3	-	4	5
2007/03/14	2,75	-	3,75	4,75
2006/12/13	2,5	-	3,5	4,5
2006/10/11	2,25	-	3,25	4,25
2006/08/09	2	-	3	4
2006/06/15	1,75	-	2,75	3,75
2006/03/08	1,5	-	2,5	3,5
2005/12/06	1,25	-	2,25	3,25
2003/06/06	1	-	2	3
2003/03/07	1,5	-	2,5	3,5
2002/12/06	1,75	-	2,75	3,75
2001/11/09	2,25	-	3,25	4,25
2001/09/18	2,75	-	3,75	4,75
2001/08/31	3,25	-	4,25	5,25
2001/05/11	3,5	-	4,5	5,5
2000/10/06	3,75	-	4,75	5,75
2000/09/01	3,5	-	4,5	5,5
2000/06/28	3,25	-	4,25	5,25
2000/06/09	3,25	4,25	-	5,25
2000/04/28	2,75	3,75	-	4,75
2000/03/17	2,5	3,5	-	4,5
2000/02/04	2,25	3,25	-	4,25
1999/11/05	2	3	-	4
1999/04/09	1,5	2,5	-	3,5
1999/01/22	2	3	-	4,5
1999/01/04	2,75	3	-	3,25
1999/01/01	2	3	-	4,5

Zdroj: ECB, vlastní zpracování

### Příloha č. 3: Rozdělení peněžních agregátů

Peněžní agregáty podle ČNB	
Označení peněžního agregátu	Složení peněžního agregátu
M0	<ul style="list-style-type: none"><li>• Oběživo (bankovky a mince) držené domácnostmi a podniky bez oběživa na pokladnách bank, na pokladnách poboček zahraničních bank, avšak nikoliv oběživo na pokladnách ČNB (nikoliv však zásoby bankovek a mincí v ČNB, které nebyly uvolněny do oběhu)</li></ul>
M1	<ul style="list-style-type: none"><li>• M0 (bez oběživa na pokladnách bank, na pokladnách poboček zahraničních bank a na pokladnách ČNB)</li><li>• Korunové vklady rezidentů na běžných účtech</li></ul>
M2	<ul style="list-style-type: none"><li>• M1</li><li>• Termínové korunové vklady rezidentů</li><li>• Korunové vklady rezidentů s výpovědní lhůtou</li><li>• Cizoměnové vklady rezidentů</li><li>• Depozitní směnky a ostatní dluhopisy</li></ul>
L	<ul style="list-style-type: none"><li>• M2</li><li>• Státní pokladniční poukázky v portfoliu domácích nebankovních institucí</li></ul>

Peněžní agregáty podle eurosystému	
Označení peněžního agregátu	Složení peněžního agregátu
M0	<ul style="list-style-type: none"><li>• Oběživo</li></ul>
M1	<ul style="list-style-type: none"><li>• M0</li><li>• Jednodenní vklady</li></ul>
M2	<ul style="list-style-type: none"><li>• M1</li><li>• Vklady se splatností do 2 let</li><li>• Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců</li></ul>
M3	<ul style="list-style-type: none"><li>• M2</li><li>• Repo operace</li><li>• Akcie a podílové listy fondů peněžního trhu a papíry peněžního trhu</li><li>• Emitované dluhové cenné papíry do 2 let</li></ul>

Zdroj: Jílek, 2004, str. 32

#### Příloha č. 4: Váhy spotřebního koše

##### Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2012 domácnosti celkem - stálé váhy roku 2010

COICOP	NAZEV	VÁHA
0	Úhrn	1000,000000
01	Potraviny a nealkoholické nápoje	149,822762
02	Alkoholické nápoje, tabák	96,007677
03	Odívání a obuv	35,930374
04	Bydlení, voda, energie, paliva	280,354952
05	Bytové vybavení, zařízení domácnosti, opravy	57,971658
06	Zdraví	23,074500
07	Doprava	105,006601
08	Pošty a telekomunikace	36,078930
09	Rekreace a kultura	90,377993
10	Vzdělávání	7,782688
11	Stravování a ubytování	48,561261
12	Ostatní zboží a služby	69,030604

Zdroj: ČSÚ, 2013

#### Příloha č. 5: Míra inflace ČR ke stejnému měsíci předchozího roku

Rok	Měsíc											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1997	7,4	7,3	6,8	6,7	6,3	6,8	9,4	9,9	10,3	10,2	10,1	10
1998	13,1	13,4	13,4	13,1	13	12	10,4	9,4	8,8	8,2	7,5	6,8
1999	3,5	2,8	2,5	2,5	2,4	2,2	1,1	1,4	1,2	1,4	1,9	2,5
2000	3,4	3,7	3,8	3,4	3,7	4,1	3,9	4,1	4,1	4,4	4,3	4
2001	4,2	4	4,1	4,6	5	5,5	5,9	5,5	4,7	4,4	4,2	4,1
2002	3,7	3,9	3,7	3,2	2,5	1,2	0,6	0,6	0,8	0,6	0,5	0,6
2003	-0,4	-0,4	-0,4	-0,1	0	0,3	-0,1	-0,1	0	0,4	1	1
2004	2,3	2,3	2,5	2,3	2,7	2,9	3,2	3,4	3	3,5	2,9	2,8
2005	1,7	1,7	1,5	1,6	1,3	1,8	1,7	1,7	2,2	2,6	2,4	2,2
2006	2,9	2,8	2,8	2,8	3,1	2,8	2,9	3,1	2,7	1,3	1,5	1,7
2007	1,3	1,5	1,9	2,5	2,4	2,5	2,3	2,4	2,8	4	5	5,4
2008	7,5	7,5	7,1	6,8	6,8	6,7	6,9	6,5	6,6	6	4,4	3,6
2009	2,2	2	2,3	1,8	1,3	1,2	0,3	0,2	0	-0,2	0,5	1
2010	0,7	0,6	0,7	1,1	1,2	1,2	1,9	1,9	2	2	2	2,3
2011	1,7	1,8	1,7	1,6	2	1,8	1,7	1,7	1,8	2,3	2,5	2,4
2012	3,5	3,7	3,8	3,5	3,2	3,5	3,1	3,3	3,4	3,4	2,7	2,4

Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku vyjadřuje procentní změnu cenové hladiny ve vykazovaném měsíci daného roku proti stejnému měsíci předchozího roku.

Zdroj: ČSÚ, 2013

**Příloha č. 6: Míra inflace ČR přírůstkem průměrného ročního indexu**

Rok	Měsíc											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2000	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,9	3,1	3,3	3,6	3,8	3,9
2001	4	4	4	4,1	4,2	4,3	4,5	4,6	4,7	4,7	4,7	4,7
2002	4,6	4,6	4,6	4,5	4,3	3,9	3,5	3,1	2,7	2,4	2,1	1,8
2003	1,5	1,1	0,8	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0	0	0,1	0,1
2004	0,3	0,5	0,8	1	1,2	1,4	1,7	2	2,2	2,5	2,7	2,8
2005	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,4	2,2	2,1	2	2	1,9	1,9
2006	2	2,1	2,2	2,3	2,4	2,5	2,6	2,7	2,8	2,7	2,6	2,5
2007	2,4	2,3	2,2	2,2	2,1	2,1	2,1	2	2	2,2	2,5	2,8
2008	3,4	3,9	4,3	4,7	5	5,4	5,8	6,1	6,4	6,6	6,5	6,3
2009	5,9	5,4	5	4,6	4,1	3,7	3,1	2,6	2,1	1,6	1,3	1
2010	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5
2011	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9
2012	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3

Míra inflace vyjádřená přírůstkem **průměrného ročního indexu** spotřebitelských cen vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12-ti předchozích měsíců.

Zdroj: ČSÚ, 2013

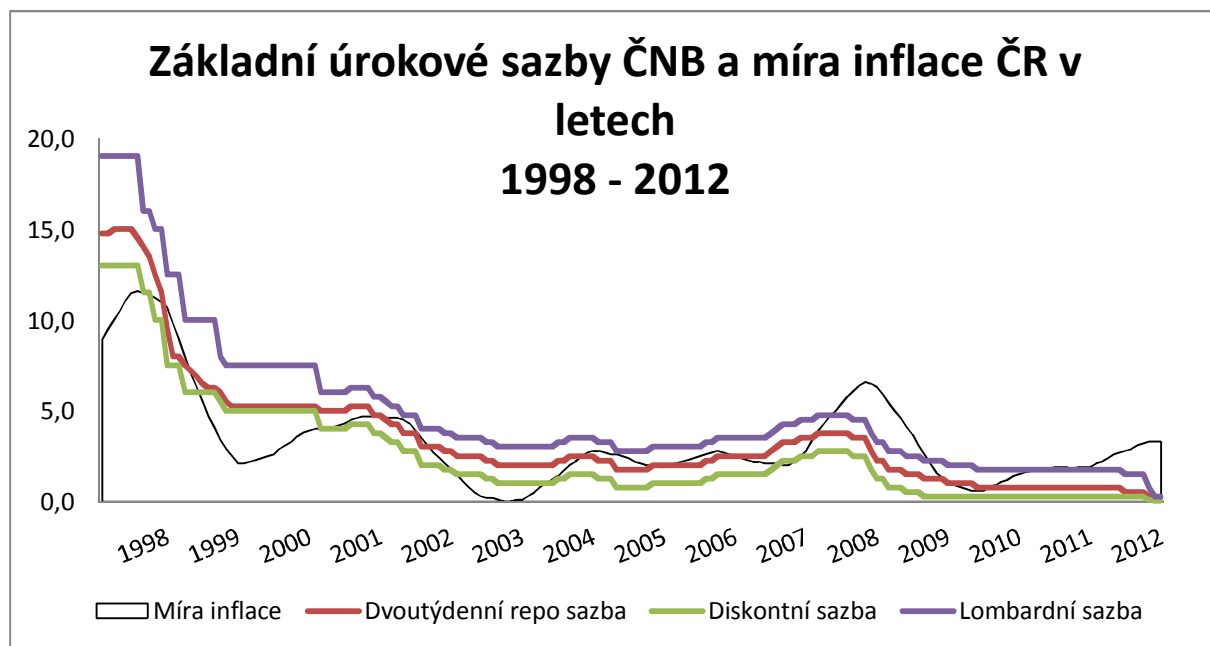
**Příloha č. 7: Vývoj nominálního měnového kurzu CZK/EUR v letech 2004 - 2012**



Pozn.: Pohyb v grafu směrem vzhůru znázorňuje posilování koruny (apreciaci), pokles oslabování koruny (depreciaci) vůči euru

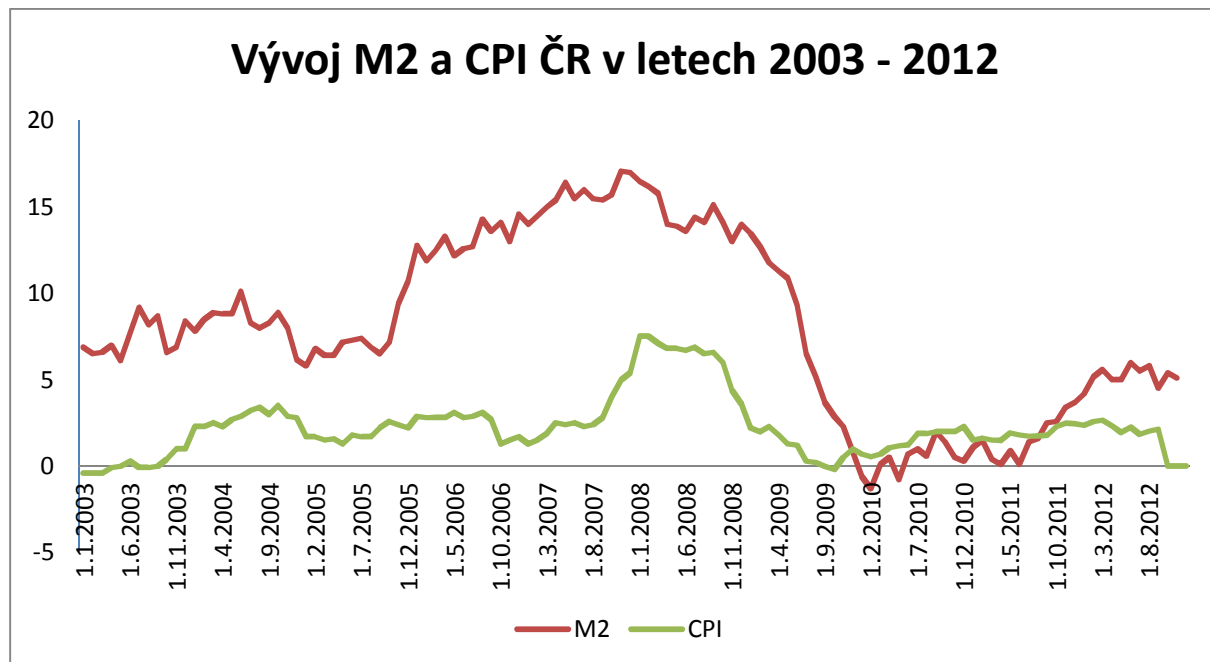
Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Příloha č. 8: Vývoj míry inflace a základních úrokových sazeb ČNB



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

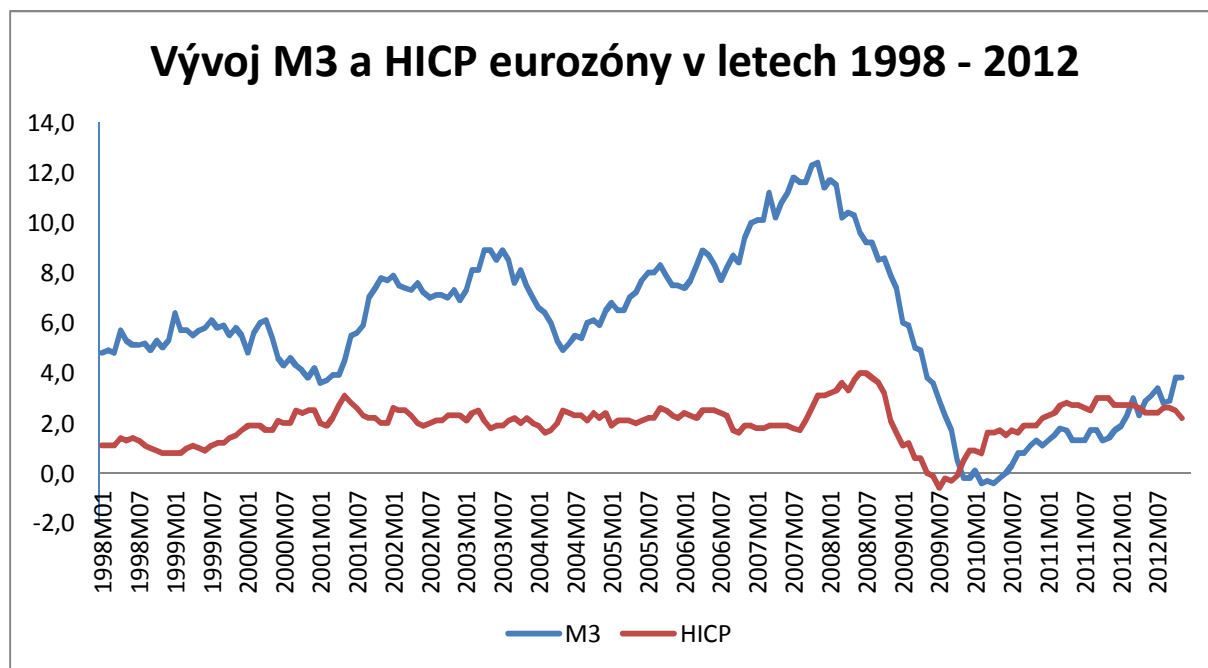
Příloha č. 9: Vývoj peněžního agregátu M2 a celkové inflace v ČR v letech 2003 - 2012



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

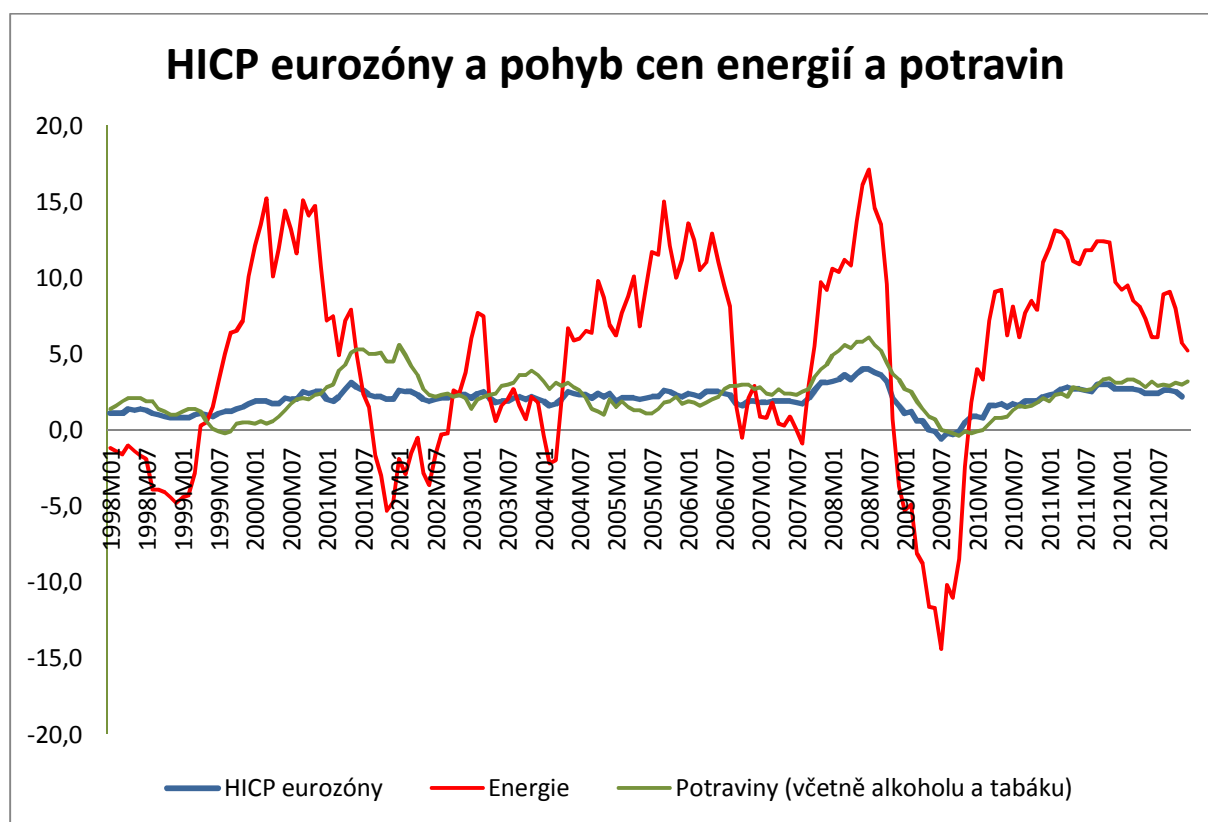


Příloha č. 10: Vývoj peněžního agregátu M3 a HICP v eurozóně v letech 1998 - 2012



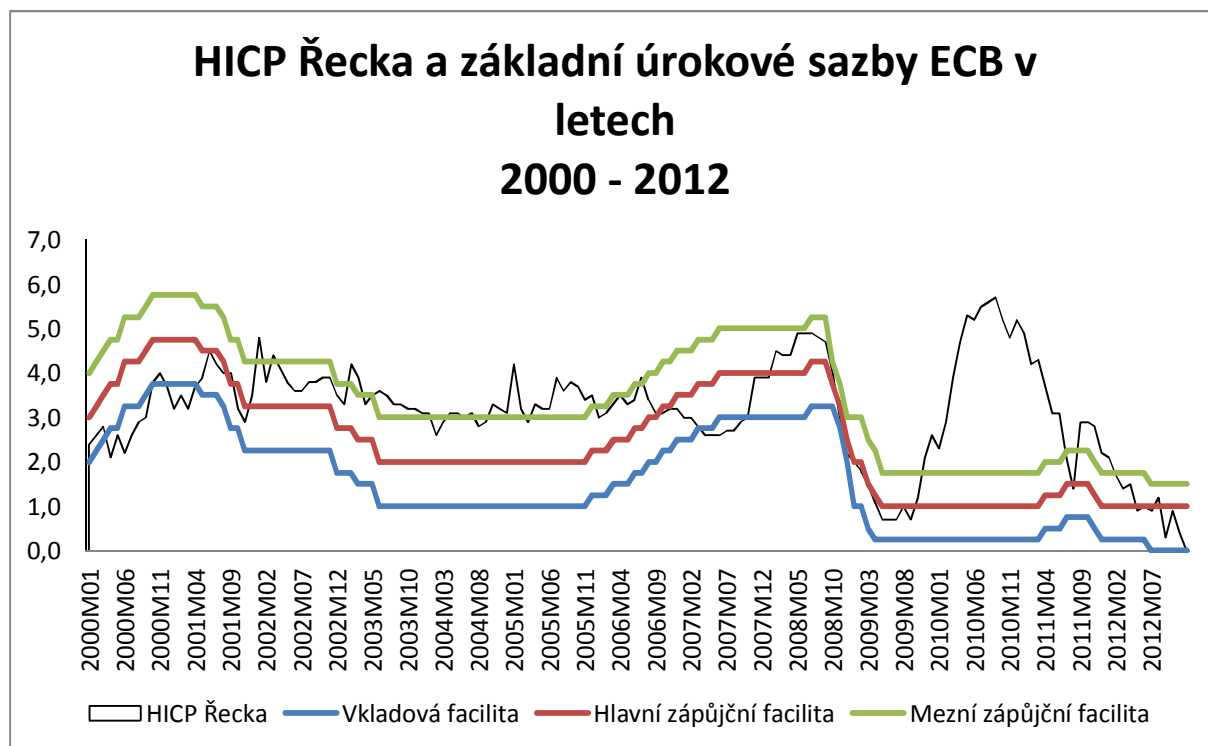
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Příloha č. 11: Vliv cen energií a potravin na celkovou inflaci erozóny v letech 1998 - 2012



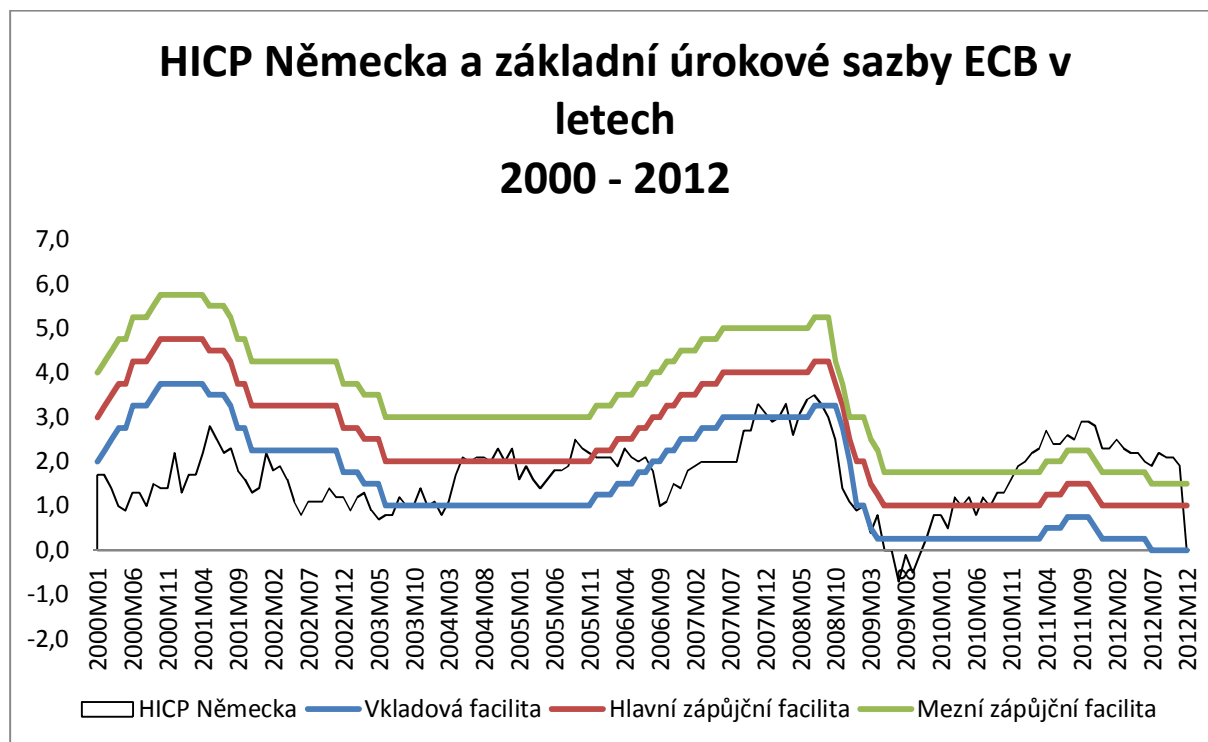
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Příloha č. 12: Vývoj základních úrokových sazeb ECB a HICP Řecka v letech 2000 - 2012



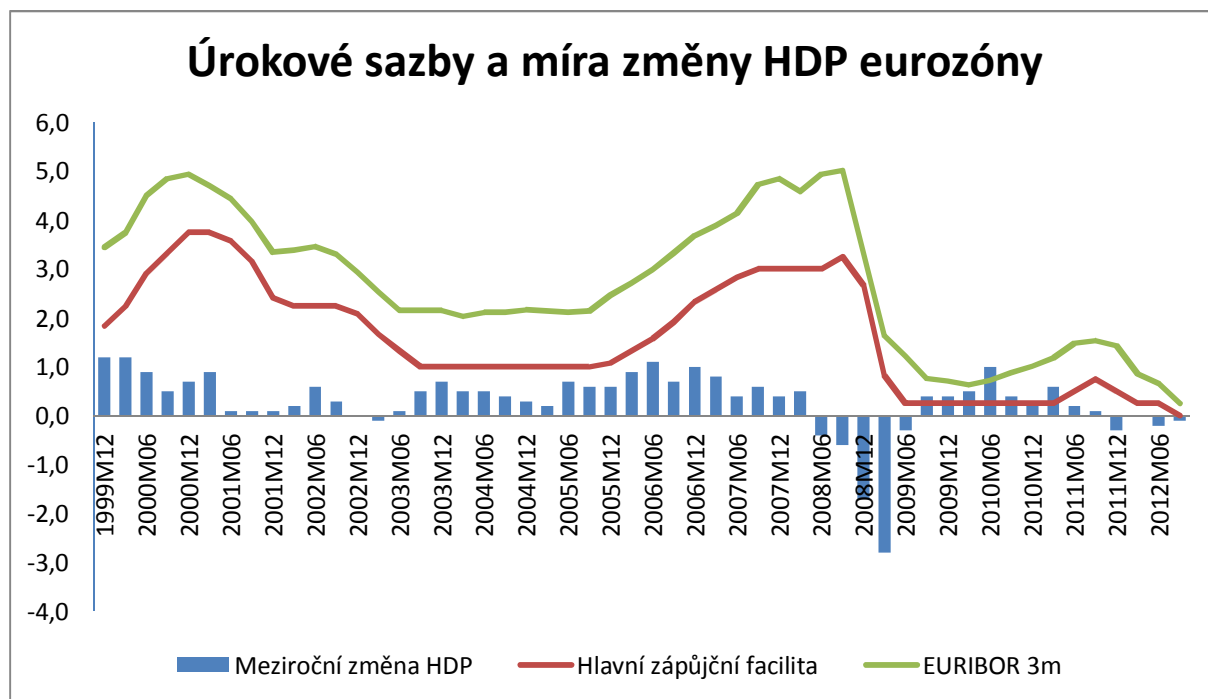
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Příloha č. 13: Vývoj základních úrokových sazeb ECB a HICP Německa v letech 2000 - 2012



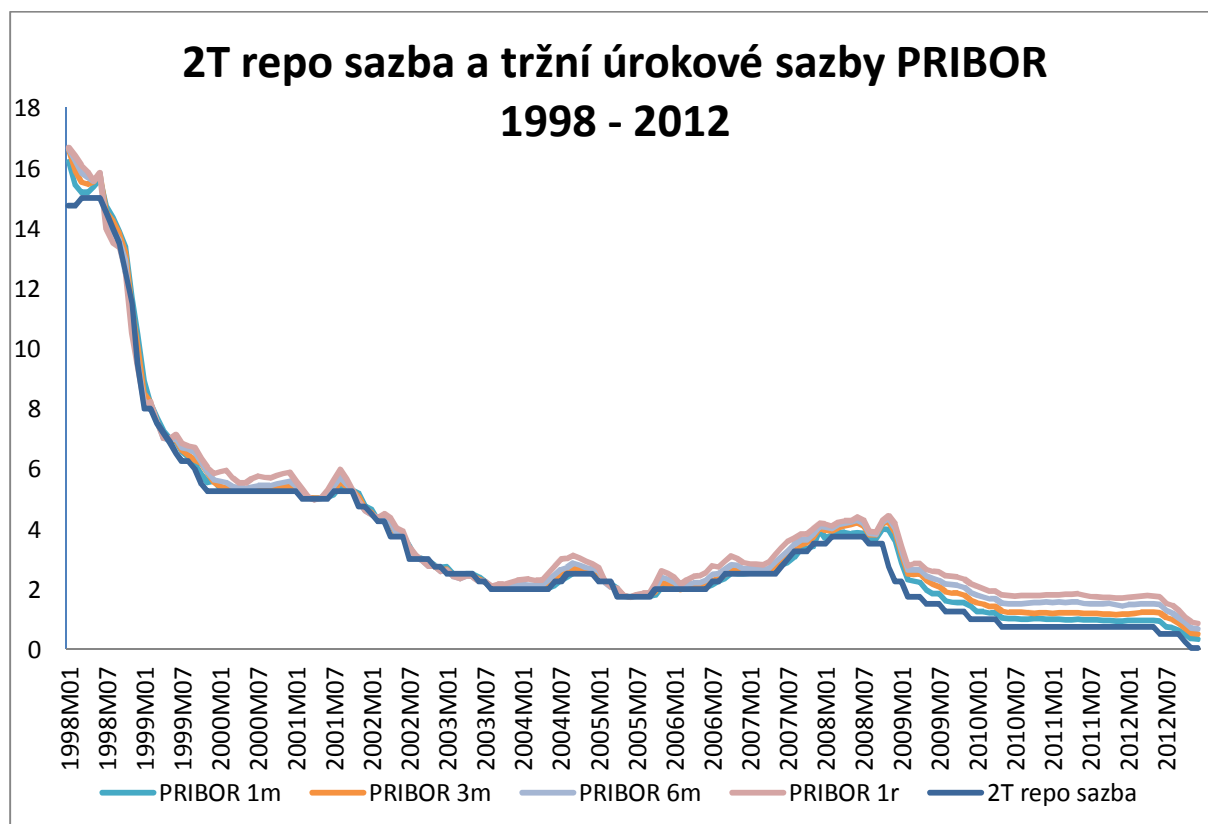
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Příloha č. 14: Srovnání úrokových sazeb a meziroční změny HDP v eurozóně



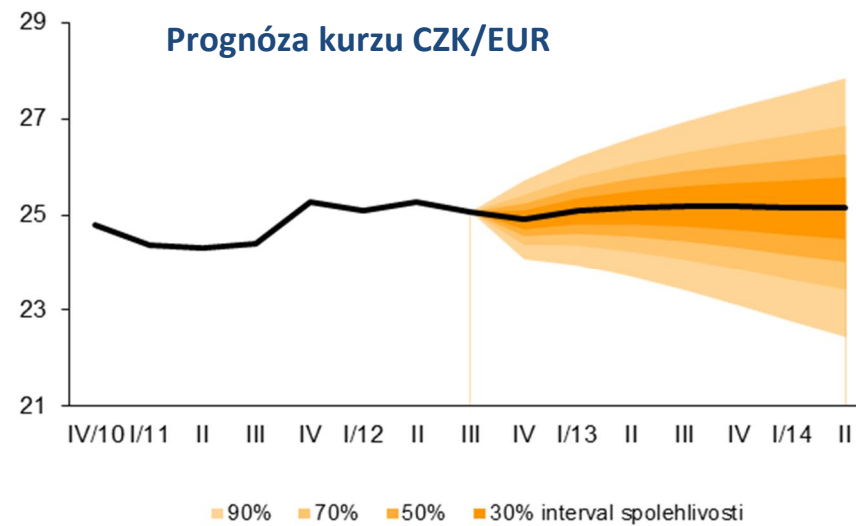
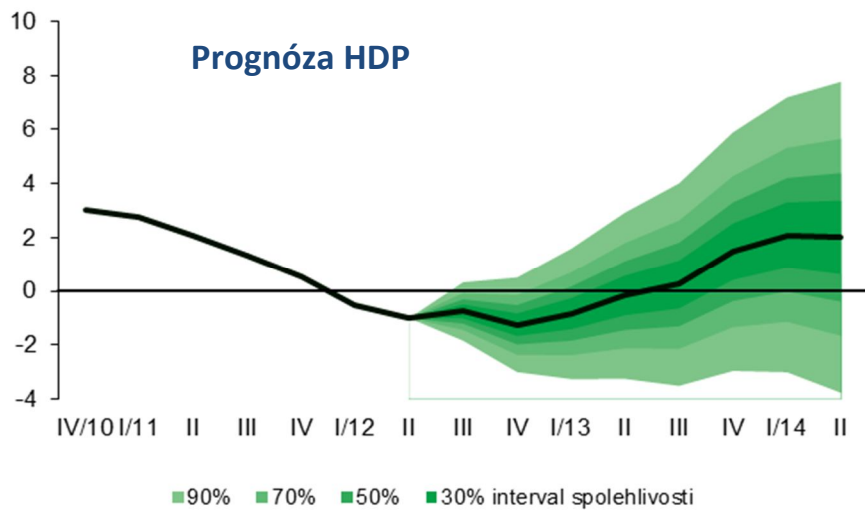
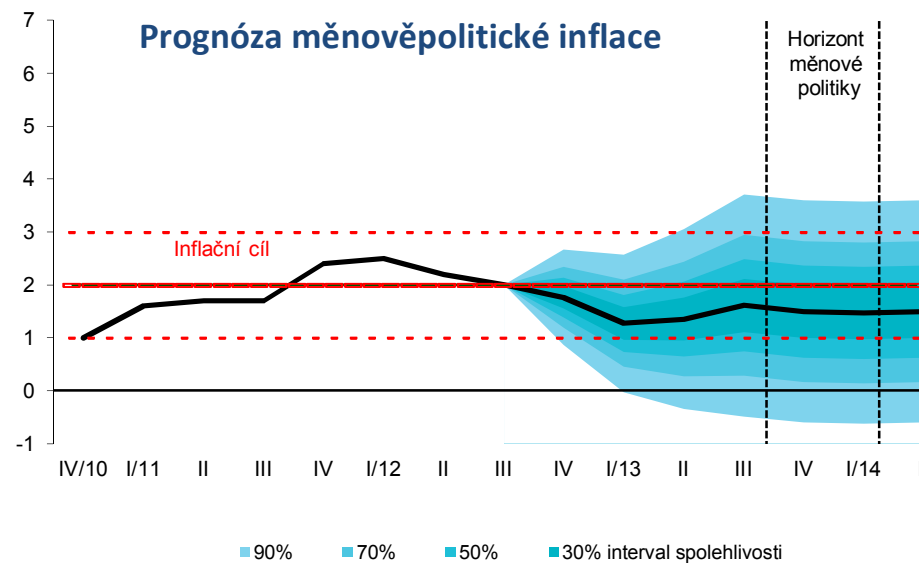
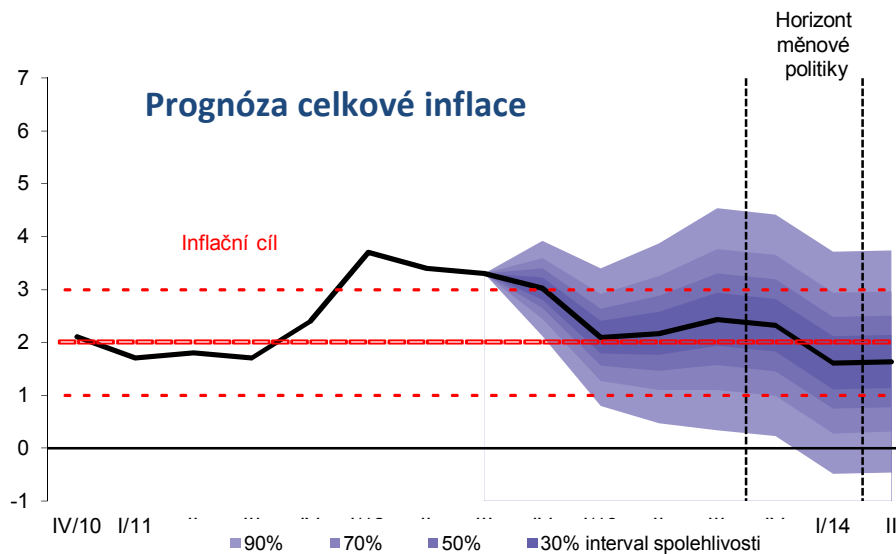
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Příloha č. 15: Porovnání 2T repo sazby s tržními úrokovými sazbami PRIBORu



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

**Příloha č. 16: Prognózy ČNB pro následující měsíce roku 2013**



Zdroj: ČNB, leden 2013

**Příloha č. 17: Průměrná roční míra změny HICP ve státech EU**

GEO/TIME	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
European Union*	1,3	1,2	1,9	2,2	2,1	2	2	2,2	2,2	2,3	3,7	1	2,1	3,1	2,6
Euro area**	1,1	1,1	2,1	2,3	2,2	2,1	2,1	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5
Belgium	0,9	1,1	2,7	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0	2,3	3,5	2,6
Bulgaria	18,7	2,6	10,3	7,4	5,8	2,3	6,1	6	7,4	7,6	12	2,5	3	3,4	2,4
Czech Republic	9,7	1,8	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5
Denmark	1,3	2,1	2,7	2,3	2,4	2	0,9	1,7	1,9	1,7	3,6	1,1	2,2	2,7	2,4
Germany	0,6	0,6	1,4	1,9	1,4	1	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1
Estonia	8,8	3,1	3,9	5,6	3,6	1,4	3	4,1	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2
Ireland	2,1	2,5	5,3	4	4,7	4	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	:
Greece	4,5	2,1	2,9	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7	3,1	1
Spain	1,8	2,2	3,5	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2	3,1	2,4
France	0,7	0,6	1,8	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2
Italy	2	1,7	2,6	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3
Cyprus	2,3	1,1	4,9	2	2,8	4	1,9	2	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1
Latvia	4,3	2,1	2,6	2,5	2	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3
Lithuania	5,4	1,5	1,1	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2
Luxembourg	1	1	3,8	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3	2,7	4,1	0	2,8	3,7	2,9
Hungary	14,2	10	10	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	4	7,9	6	4	4,7	3,9	5,7
Malta	3,7	2,3	3	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2	2,5	3,2
Netherlands	1,8	2	2,3	5,1	3,9	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1	0,9	2,5	2,8
Austria	0,8	0,5	2	2,3	1,7	1,3	2	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6
Poland	11,8	7,2	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,2	4	2,7	3,9	3,7
Portugal	2,2	2,2	2,8	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8
Romania	59,1	45,8	45,7	34,5	22,5	15,3	11,9	9,1	6,6	4,9	7,9	5,6	6,1	5,8	3,4
Slovenia	7,9	6,1	8,9	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8
Slovakia	6,7	10,4	12,2	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7
Finland	1,3	1,3	2,9	2,7	2	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2
Sweden	1	0,5	1,3	2,7	1,9	2,3	1	0,8	1,5	1,7	3,3	1,9	1,9	1,4	0,9
United Kingdom	1,6	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	2,1	2,3	2,3	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8

\* EU6-1972, EU9-1980, EU10-1985, EU12-1994, EU15-2004, EU25-2006, EU27

\*\* EA11-2000, EA12-2006, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2010, EA17)

Zdroj: Eurostat, 2013

**Příloha č. 18: Průměrná roční míra změny reálného HDP v tržních cenách ve státech EU**

GEO/TIME	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
European Union *	2,9	3	3,9	2,1	1,3	1,5	2,5	2,1	3,3	3,2	0,3	-4,3	2,1	1,5	-0,3
Euro area **	2,7	2,9	3,8	2	0,9	0,7	2,2	1,7	3,2	2,9	0,4	-4,4	2	1,4	-0,4
Belgium	1,9	3,5	3,7	0,8	1,4	0,8	3,3	1,8	2,7	2,9	1	-2,8	2,4	1,8	-0,2
Bulgaria	4,9	2	5,7	4,2	4,7	5,5	6,7	6,4	6,5	6,4	6,2	-5,5	0,4	1,7	0,8
Czech Republic	-0,2	1,7	4,2	3,1	2,1	3,8	4,7	6,8	7	5,7	3,1	-4,5	2,5	1,9	-1,3
Denmark	2,2	2,6	3,5	0,7	0,5	0,4	2,3	2,4	3,4	1,6	-0,8	-5,7	1,6	1,1	0,6
Germany	1,9	1,9	3,1	1,5	0	-0,4	1,2	0,7	3,7	3,3	1,1	-5,1	4,2	3	0,7
Estonia	6,8	-0,3	9,7	6,3	6,6	7,8	6,3	8,9	10,1	7,5	-4,2	-14,1	3,3	8,3	2,5
Ireland	8,8	11,1	10,7	5,3	5,6	3,9	4,4	5,9	5,4	5,4	-2,1	-5,5	-0,8	1,4	0,4
Greece	3,4	3,4	3,5	4,2	3,4	5,9	4,4	2,3	5,5	3,5	-0,2	-3,1	-4,9	-7,1	-6
Spain	4,5	4,7	5	3,7	2,7	3,1	3,3	3,6	4,1	3,5	0,9	-3,7	-0,3	0,4	-1,4
France	3,4	3,3	3,7	1,8	0,9	0,9	2,5	1,8	2,5	2,3	-0,1	-3,1	1,7	1,7	0,2
Italy	1,4	1,5	3,7	1,9	0,5	0	1,7	0,9	2,2	1,7	-1,2	-5,5	1,8	0,4	-2,3
Cyprus	5	4,8	5	4	2,1	1,9	4,2	3,9	4,1	5,1	3,6	-1,9	1,3	0,5	-2,3
Latvia	5,4	3	5,7	7,3	7,2	7,6	8,9	10,1	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,9	5,5	4,3
Lithuania	7,6	-1	3,6	6,7	6,8	10,3	7,4	7,8	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,5	5,9	2,9
Luxembourg	6,5	8,4	8,4	2,5	4,1	1,7	4,4	5,3	4,9	6,6	-0,7	-4,1	2,9	1,7	0,4
Hungary	4,1	3,2	4,2	3,7	4,5	3,9	4,8	4	3,9	0,1	0,9	-6,8	1,3	1,6	-1,2
Malta	:	:	:	0	2,4	0,7	-0,3	3,6	2,6	4,1	3,7	-2,4	2,7	1,6	1
Netherlands	3,9	4,7	3,9	1,9	0,1	0,3	2,2	2	3,4	3,9	1,8	-3,7	1,6	1	-0,3
Austria	3,8	3,5	3,7	0,9	1,7	0,9	2,6	2,4	3,7	3,7	1,4	-3,8	2,1	2,7	0,8
Poland	5	4,5	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,6	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,4
Portugal	5,1	4,1	3,9	2	0,8	-0,9	1,6	0,8	1,4	2,4	0	-2,9	1,9	-1,6	-3
Romania	-2,1	-1,2	2,4	5,7	5,1	5,2	8,5	4,2	7,9	6,3	7,3	-6,6	-1,1	2,2	0,8
Slovenia	3,5	5,3	4,3	2,9	3,8	2,9	4,4	4	5,8	7	3,4	-7,8	1,2	0,6	-2,3
Slovakia	4,4	0	1,4	3,5	4,6	4,8	5,1	6,7	8,3	10,5	5,8	-4,9	4,4	3,2	2,6
Finland	5	3,9	5,3	2,3	1,8	2	4,1	2,9	4,4	5,3	0,3	-8,5	3,3	2,7	0,1
Sweden	4,2	4,7	4,5	1,3	2,5	2,3	4,2	3,2	4,3	3,3	-0,6	-5	6,6	3,7	1,1
United Kingdom	3,5	3,2	4,2	2,9	2,4	3,8	2,9	2,8	2,6	3,6	-1	-4	1,8	0,9	-0,3

\* 27 countries

\*\* EA11-2000, EA12-2006, EA13-2007, EA15-2008, EA16-2010, EA17

Zdroj: Eurostat, 2013

**Příloha č. 19: Dluh sektoru vlády v procentech HDP v zemích EU**

GEO/TIME	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
European Union *	66,4	65,8	61,9	61	60,5	61,9	62,3	62,8	61,6	59	62,2	74,6	80	82,5
Euro area **	72,8	71,7	69,2	68,2	68	69,2	69,6	70,3	68,6	66,4	70,2	80	85,4	87,3
Belgium	117,2	113,6	107,8	106,5	103,4	98,4	94	92	88	84	89,2	95,7	95,5	97,8
Bulgaria	77,6	77,6	72,5	66	52,4	44,4	37	27,5	21,6	17,2	13,7	14,6	16,2	16,3
Czech Republic	14,5	15,8	17,8	23,9	27,1	28,6	28,9	28,4	28,3	27,9	28,7	34,2	37,8	40,8
Denmark	61,4	58,1	52,4	49,6	49,5	47,2	45,1	37,8	32,1	27,1	33,4	40,6	42,9	46,6
Germany	60,5	61,3	60,2	59,1	60,7	64,4	66,2	68,5	68	65,2	66,8	74,5	82,5	80,5
Estonia	6	6,5	5,1	4,8	5,7	5,6	5	4,6	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,1
Ireland	53	47	35,1	35,2	32	30,7	29,5	27,3	24,6	25,1	44,5	64,9	92,2	106,4
Greece	94,5	94	103,4	103,7	101,7	97,4	98,6	100	106,1	107,4	112,9	129,7	148,3	170,6
Spain	64,1	62,4	59,4	55,6	52,6	48,8	46,3	43,2	39,7	36,3	40,2	53,9	61,5	69,3
France	59,4	58,9	57,3	56,9	58,8	62,9	64,9	66,4	63,7	64,2	68,2	79,2	82,3	86
Italy	114,2	113	108,5	108,2	105,1	103,9	103,4	105,7	106,3	103,3	106,1	116,4	119,2	120,7
Cyprus	59,2	59,3	59,6	61,2	65,1	69,7	70,9	69,4	64,7	58,8	48,9	58,5	61,3	71,1
Latvia	9,6	12,5	12,4	14,1	13,6	14,7	15	12,5	10,7	9	19,8	36,7	44,5	42,2
Lithuania	16,5	22,7	23,6	23	22,2	21	19,3	18,3	17,9	16,8	15,5	29,3	37,9	38,5
Luxembourg	7,1	6,4	6,2	6,3	6,3	6,1	6,3	6,1	6,7	6,7	14,4	15,3	19,2	18,3
Hungary	60,9	60,8	56,1	52,7	55,9	58,6	59,5	61,7	65,9	67	73	79,8	81,8	81,4
Malta	53,4	57,1	54,9	60,5	59,1	67,6	71,7	69,7	64	61,9	62	67,6	68,3	70,9
Netherlands	65,7	61,1	53,8	50,7	50,5	52	52,4	51,8	47,4	45,3	58,5	60,8	63,1	65,5
Austria	64,4	66,8	66,2	66,8	66,2	65,3	64,7	64,2	62,3	60,2	63,8	69,2	72	72,4
Poland	38,9	39,6	36,8	37,6	42,2	47,1	45,7	47,1	47,7	45	47,1	50,9	54,8	56,4
Portugal	51,8	51,4	50,7	53,8	56,8	59,4	61,9	67,7	69,4	68,4	71,7	83,2	93,5	108,1
Romania	16,8	21,7	22,5	25,7	24,9	21,5	18,7	15,8	12,4	12,8	13,4	23,6	30,5	33,4
Slovenia	23,1	24,1	26,3	26,5	27,8	27,2	27,3	26,7	26,4	23,1	22	35	38,6	46,9
Slovakia	34,5	47,8	50,3	48,9	43,4	42,4	41,5	34,2	30,5	29,6	27,9	35,6	41	43,3
Finland	48,4	45,7	43,8	42,5	41,5	44,5	44,4	41,7	39,6	35,2	33,9	43,5	48,6	49
Sweden	69,9	64,3	53,9	54,7	52,5	51,7	50,3	50,4	45,3	40,2	38,8	42,6	39,5	38,4
United Kingdom	46,7	43,7	41	37,7	37,7	39,1	41	42,2	43,3	44,2	52,3	67,8	79,4	85

\* 27 countries

\*\* 17 countries

Zdroj: Eurostat, 2013

**Příloha č. 20: Vládní deficit (přebytek)/HDP v zemích EU**

GEO/TIME	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
European Union *	-1,9	-1	0,6	-1,5	-2,6	-3,2	-2,9	-2,5	-1,5	-0,9	-2,4	-6,9	-6,5	-4,4
Euro area **	-2,3	-1,5	-0,1	-1,9	-2,6	-3,1	-2,9	-2,5	-1,3	-0,7	-2,1	-6,3	-6,2	-4,1
Belgium	-0,9	-0,6	0	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-2,5	0,4	-0,1	-1	-5,5	-3,8	-3,7
Bulgaria	1,2	0,1	-0,5	1,1	-1,2	-0,4	1,9	1	1,9	1,2	1,7	-4,3	-3,1	-2
Czech Republic	-4,8	-3,6	-3,6	-5,6	-6,5	-6,7	-2,8	-3,2	-2,4	-0,7	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3
Denmark	0	1,3	2,3	1,5	0,4	0,1	2,1	5,2	5,2	4,8	3,2	-2,7	-2,5	-1,8
Germany	-2,3	-1,6	1,1	-3,1	-3,8	-4,2	-3,8	-3,3	-1,6	0,2	-0,1	-3,1	-4,1	-0,8
Estonia	-0,7	-3,5	-0,2	-0,1	0,3	1,7	1,6	1,6	2,5	2,4	-2,9	-2	0,2	1,1
Ireland	2,2	2,6	4,7	0,9	-0,4	0,4	1,4	1,7	2,9	0,1	-7,4	-13,9	-30,9	-13,4
Greece	:	:	-3,7	-4,5	-4,8	-5,6	-7,5	-5,2	-5,7	-6,5	-9,8	-15,6	-10,7	-9,4
Spain	-3	-1,2	-0,9	-0,5	-0,2	-0,3	-0,1	1,3	2,4	1,9	-4,5	-11,2	-9,7	-9,4
France	-2,6	-1,8	-1,5	-1,5	-3,1	-4,1	-3,6	-2,9	-2,3	-2,7	-3,3	-7,5	-7,1	-5,2
Italy	-2,7	-1,9	-0,8	-3,1	-3,1	-3,6	-3,5	-4,4	-3,4	-1,6	-2,7	-5,4	-4,5	-3,9
Cyprus	-4,2	-4,3	-2,3	-2,2	-4,4	-6,6	-4,1	-2,4	-1,2	3,5	0,9	-6,1	-5,3	-6,3
Latvia	0	-3,9	-2,8	-2	-2,3	-1,6	-1	-0,4	-0,5	-0,4	-4,2	-9,8	-8,1	-3,4
Lithuania	-3	-2,8	-3,2	-3,5	-1,9	-1,3	-1,5	-0,5	-0,4	-1	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5
Luxembourg	3,4	3,4	6	6,1	2,1	0,5	-1,1	0	1,4	3,7	3,2	-0,8	-0,8	-0,3
Hungary	-8	-5,5	-3	-4,1	-9	-7,3	-6,5	-7,9	-9,4	-5,1	-3,7	-4,6	-4,4	4,3
Malta	-10	-7,2	-5,8	-6,4	-5,8	-9,2	-4,7	-2,9	-2,8	-2,3	-4,6	-3,9	-3,6	-2,7
Netherlands	-0,9	0,4	2	-0,2	-2,1	-3,1	-1,7	-0,3	0,5	0,2	0,5	-5,6	-5,1	-4,5
Austria	-2,4	-2,3	-1,7	0	-0,7	-1,5	-4,4	-1,7	-1,5	-0,9	-0,9	-4,1	-4,5	-2,5
Poland	-4,3	-2,3	-3	-5,3	-5	-6,2	-5,4	-4,1	-3,6	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5
Portugal	-3,9	-3,1	-3,3	-4,8	-3,4	-3,7	-4	-6,5	-4,6	-3,1	-3,6	-10,2	-9,8	-4,4
Romania	-3,2	-4,4	-4,7	-3,5	-2	-1,5	-1,2	-1,2	-2,2	-2,9	-5,7	-9	-6,8	-5,5
Slovenia	-2,4	-3	-3,7	-4	-2,4	-2,7	-2,3	-1,5	-1,4	0	-1,9	-6	-5,7	-6,4
Slovakia	-5,3	-7,4	-12,3	-6,5	-8,2	-2,8	-2,4	-2,8	-3,2	-1,8	-2,1	-8	-7,7	-4,9
Finland	1,7	1,7	7	5,1	4,2	2,6	2,5	2,9	4,2	5,3	4,4	-2,5	-2,5	-0,6
Sweden	0,7	0,9	3,6	1,5	-1,3	-1	0,6	2,2	2,3	3,6	2,2	-0,7	0,3	0,4
United Kingdom	-0,1	0,9	3,6	0,5	-2,1	-3,4	-3,5	-3,4	-2,7	-2,8	-5,1	-11,5	-10,2	-7,8

\* 27 countries

\*\* 17 countries

Zdroj: Eurostat, 2013