

**Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Ústav ekonomických věd**

Cílování inflace ve státech EU

Lukáš Cempírek

**Diplomová práce
2013**

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Lukáš Cempírek**
Osobní číslo: **E110121**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Ekonomika veřejného sektoru**
Název tématu: **Cílování inflace ve státech EU**
Zadávací katedra: **Ústav ekonomických věd**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

V práci bude popsáno cílování inflace v České republice a následně bude vypracována komparace vývoje inflace v jiných státech. Pro komparaci s Českou republikou budou vybrány jak státy, které již vstoupily do Evropské měnové unie a jejíž monetární politika je tedy realizována Evropskou centrální bankou, tak státy, které mají autonomní monetární politiku.


Práce bude obsahovat:

- popis druhů monetárních politik;
- popis inflace jako makroekonomického ukazatele;
- popis vývoje inflace a hospodářského výkonu ve vybraných státech;
- komparace klíčových makroekonomických ukazatelů ve zkoumaných ekonomikách.

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 50 stran
Forma zpracování diplomové práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


BALDWIN, Richard; WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vydání. Praha: Grada, 2008. 478 s. ISBN 978-80-247-1807-1
COBHAM, David; GERLACH, Stefan; QVIGSTAD, Jan F. *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*. 1. vydání. Velká Británie: Cambridge University Press, 2010. 451 s. ISBN 978-0-521-76818-4
ČERNOHORSKÝ, Jan.; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. 1. vydání. Praha: Grada, 2011. 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3
HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vydání. Praha: C. H. BECK, 2011. 696 s. ISBN 978-80-7400-006-5.
JUREČKA, Václav a kolektiv. *Makroekonomie*. 1. vydání. Praha: Grada, 2010. 336 s. ISBN 978-80-247-3258-9
POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vydání. Praha: C. H. BECK, 2009. 440 s. ISBN 978-80-7400-152-9

Vedoucí diplomové práce:

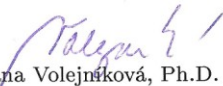

Ing. Jiří Nožička, Ph.D.
Ústav ekonomických věd

Datum zadání diplomové práce: **26. června 2012**

Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2013**


doc. Ing. Renáta Myšková, Ph.D.
děkanka

L.S.


doc. Ing. Jolana Volejňková, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 16. října 2012

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem tuto práci vypracoval samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využil, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byl jsem seznámen s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako Školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 15. 8. 2013

Bc. Lukáš Cempírek

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych rád poděkovala svému vedoucímu práce Ing. Jiřímu Nožičkovi Ph.D. za jeho odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování diplomové práce.

ANOTACE

Diplomová práce se zabývá vysvětlením použití měnověpolitických režimů, zejména cílování inflace a na praktickém příkladu názorně porovnává vybrané země z hlediska vývoje a způsobu cílování inflace v odlišných monetárních politikách. Pro práci byly vybrány státy, které již vstoupily do Evropské měnové unie, kdy je monetární politika realizována Evropskou centrální bankou, tak státy, které mají autonomní monetární politiku. Tuto podmínku splňuje Česká republika a Slovensko. U těchto zemí je popsán historický vývoj cílování inflace a následně je vypracována jejich komparace.

KLÍČOVÁ SLOVA

Inflace, cílování, inflace, monetární politika, Evropská unie, Evropská centrální banka

TITLE

Inflation targeting in the EU States.

ANNOTATION

This Thesis is concerned with explaining the use of monetary policy regimes, especially inflation targeting and the practical example illustratively compared selected countries from the point of view of development and the method inflation targeting in different monetary policies. For the work have been selected states which have already joined The European Monetary Union, when the monetary policy is implemented by The European Central Bank and the states having autonomous monetary policy. This condition meets The Czech Republic and Slovakia. For these countries is described historical developments of inflation targeting and afterwards is elaborated their comparison.

KEYWORDS

Inflation targeting, inflation, monetary policy, European Union, European Central Bank

OBSAH

ÚVOD	11
1 HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA.....	12
1.1 DRUHY HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY	12
1.2 NÁSTROJE HOSPODÁŘSKÉ POLITIKY	13
1.3 MONETÁRNÍ POLITIKA	13
1.3.1 <i>Transmisní mechanismus</i>	14
1.3.2 <i>Cíle monetární politiky</i>	14
1.3.3 <i>Přímé nástroje monetární politiky</i>	15
1.3.4 <i>Nepřímé nástroje monetární politiky</i>	15
2 INFLACE	17
2.1 DŮSLEDKY INFLACE.....	18
2.1.1 <i>Kolísavost a nejistota</i>	18
2.1.2 <i>Inflace a spotřebitelé</i>	19
2.1.3 <i>Inflace a dlužníci</i>	19
2.1.4 <i>Inflace a podniky</i>	19
2.2 DEFLACE A JEJÍ DŮSLEDKY	20
2.3 ZÁKLADNÍ POJMY SOUVISEJÍCÍ S INFLACÍ.....	21
2.4 MĚŘENÍ INFLACE	22
2.4.1 <i>Index spotřebitelských cen a index cen výrobců</i>	22
2.4.2 <i>Deflátor HDP</i>	23
2.4.3 <i>Harmonizované indexy spotřebitelských cen</i>	24
3 REŽIMY MONETÁRNÍ POLITIKY	25
3.1 REŽIM S IMPLICITNÍ NOMINÁLNÍ KOTVOU	25
3.2 CÍLOVÁNÍ MĚNOVÉ ZÁSOBY.....	26
3.3 CÍLOVÁNÍ MĚNOVÉHO KURZU.....	26
3.4 CÍLOVÁNÍ INFLACE	26
4 MONETÁRNÍ POLITIKA V RÁMCI EVROPSKÉ UNIE A CÍLOVÁNÍ INFLACE.....	30
4.1 ČLENSKÉ ZEMĚ EU A EMU	30
4.2 EUROSYSTÉM.....	31
4.3 MĚNOVÁ POLITIKA EVROPSKÉ CENTRÁLNÍ BANKY A CENOVÁ STABILITA.....	34
4.3.1 <i>Výhody cenové stability</i>	37
5 MONETÁRNÍ POLITIKA SLOVENSKÉ REPUBLIKY	39
5.1 CHARAKTERISTIKA ZEMĚ.....	39
5.2 NÁRODNÍ BANKA SLOVENSKA	40
5.3 VÝVOJ MONETÁRNÍ POLITIKY, JEJÍ HISTORIE A SOUČASNOST	41
5.3.1 <i>Měnová politika Národní banky Slovenska do roku 2009</i>	41

5.3.2	<i>Měnová politika Evropské centrální banky od roku 2009</i>	45
5.4	CÍLOVÁNÍ INFLACE NA SLOVENSKU	48
6	MONETÁRNÍ POLITIKA ČESKÉ REPUBLIKY	53
6.1	CHARAKTERISTIKA ZEMĚ	53
6.2	ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA	53
6.1	VÝVOJ MONETÁRNÍ POLITIKY, JEJÍ HISTORIE A SOUČASNOST	54
6.2	CÍLOVÁNÍ INFLACE V ČESKÉ REPUBLICE	55
7	KOMPARACE VÝVOJE INFLACE A JEJÍ CÍLOVÁNÍ VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EU	64
7.1	POROVNÁNÍ VÝVOJE INFLACE A JEJÍ VLIV NA INVESTIČNÍ PROSTŘEDÍ	64
7.2	ROZDÍLNOST MÍRY INFLACE V EMU A INFLAČNÍCH CÍLŮ	67
7.3	POROVNÁNÍ EXTRÉMNÍCH HODNOT MÍRY INFLACE V EU	69
8	NEGATIVNÍ NÁZORY NA CÍLOVÁNÍ INFLACE	70
	ZÁVĚR	72
	POUŽITÁ LITERATURA	74

SEZNAM TABULEK

Tabulka 1: Vybrané makroekonomické ukazatele pro SR	39
Tabulka 2: Prognóza vývoje inflace vydaná ECB v srpnu 2013	48
Tabulka 3: Vývoj průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1993–1998	49
Tabulka 4: Vývoj průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1999–2005	50
Tabulka 5: Míra inflace na Slovensku v letech 2005 až 2012	52
Tabulka 6: Vybrané makroekonomické ukazatele pro ČR	53
Tabulka 7: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci	56
Tabulka 8: Inflační cíle ČNB stanovené v celkové inflaci	57
Tabulka 9: Míra inflace v České republice v letech 1998 až 2004	59
Tabulka 10: Míra inflace v ČR v letech 2005 až 2012	63
Tabulka 11: Míra inflace v eurozóně, na Slovensku a v ČR v letech 2005 až 2012	65
Tabulka 12: Srovnání přímých investic v tuzemsku v letech 2005 až 2011 v % HDP	66
Tabulka 13: Mezinárodní srovnání inflačních cílů ze září 2011	68
Tabulka 14: Míra inflace ve vybraných zemích Evropy (v %)	69

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Transmisní mechanismus měnové politiky	14
Obrázek 2: Rok zavedení cílování inflace a počáteční inflace ve 23 zemích světa	27
Obrázek 3: Cílování inflace	28
Obrázek 4: Eurosystem	32
Obrázek 5: Graf vývoje průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1993–1998	49
Obrázek 6: Graf vývoje průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1999–2005	50
Obrázek 7: Graf znázorňující míru inflace na Slovensku v letech 2005 až 2012	52
Obrázek 8: Inflační cíle ČNB	58
Obrázek 9: Graf míry inflace v České republice v letech 1998 až 2004	59
Obrázek 10: Plnění inflačního cíle	60
Obrázek 11: Prognóza celkové inflace	61
Obrázek 12: Prognóza měnověpolitické inflace	62
Obrázek 13: Graf znázorňující míru inflace v ČR v letech 2005 až 2012	63
Obrázek 14: Graf srovnání míry inflace eurozóny, Slovenska a České republiky	65
Obrázek 15: Graf srovnání přímých investic v tuzemsku v letech 2005 až 2011 v % HDP	66
Obrázek 16: Mapa míry inflace EMU v roce 2012	67

SEZNAM ZKRATEK

ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPMÚ	Devizová pozice obchodních bank na měnové účely
ECB	Evropská centrální banka
EMU	Evropská měnová unie
ERM II	Mechanismu směnných kurzů
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
HICP	Harmonizovaný index spotřebitelských cen
OMO	Operace na volném trhu
PMR	Povinné minimální rezervy
SES	Smlouva o Evropské unii
SR	Slovenská republika

ÚVOD

Strategie cílování inflace se stala v 90. letech 20. století velmi využívaným měnověpolitickým režimem jednotlivých centrálních bank. Tento typ režimu se dostal do více než dvaceti zemí po celém světě. Svou transparentností by mělo cílování inflace přispět k plynulejší hospodářské politice.

Cílem práce je teoretické vysvětlení použití měnověpolitických režimů a to zejména cílování inflace a na praktickém příkladu názorně porovnat vybrané země z hlediska vývoje a způsobu cílování inflace v odlišných monetárních politikách.

První část práce se bude zabývat teoretickou stránkou nastíněné problematiky, která bude sloužit jako podklad před vlastním konkrétním rozbořem cílování inflace u vybraných zemí Evropské unie. Teoretickou část budou tvořit tři kapitoly. První kapitola bude definovat hospodářskou politiku, její rozdělení a nástroje, ze kterých se v této práci vychází. Monetární politikou se práce bude zabývat detailněji. Budou uvedeny její cíle, transmisní mechanismus, jehož prostřednictvím centrální banky mohou dosahovat svých cílů, a přímé i nepřímé nástroje této politiky. Druhá kapitola bude věnována definování pojmu inflace jako jednoho z makroekonomických ukazatelů, její důsledky a způsobům jejího měření. Jako protipól inflace bude zmíněna i deflace. Třetí kapitola se bude zabývat režimy monetární politiky, s jejichž pomocí se centrální banky snaží plnit své měnověpolitické cíle.

Druhá část této práce bude zaměřena na monetární politiku, prováděnou na území členských států Evropské unie a Evropské měnové unie, dále povinnosti a cíle Evropské centrální banky. Práce se zaměří na historický vývoj a současnost cílování inflace ve vybraných evropských zemích. Pro praktické zkoumání cílování inflace je zvolena Česká republika a její sousední stát Slovensko. Následně bude vypracována komparace mezi těmito zeměmi. Slovensko i Česká republika jsou členy Evropské unie. Slovensko na rozdíl od České republiky již ale vstoupilo i do Evropské měnové unie a jeho monetární politika je tedy realizována ve spolupráci Národní banky Slovenska a Evropské centrální banky. Nebudou chybět ani informace o míře inflace v ostatních zemích Evropy i mezinárodní srovnání. V práci budou uvedeny i kritické názory Josepha E. Stiglitze, který není zastáncem cílování inflace a popisuje, co může tento způsob vedení monetární politiky způsobit.

1 HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA

Než bude přistoupeno k pojednání o samotné monetární (měnové) politice je vhodné nejprve definovat hospodářskou politiku, do které je monetární politika řazena.

Hospodářskou politiku můžeme pojímat ve dvojitým smyslu. Jednak ji můžeme chápat zcela obecně jako přístup státu k ekonomice své země. V tomto pojetí není hospodářská politika samoúčelná, vždy se jedná o záměrnou, praktickou činnost státu. Vláda navrhuje státní rozpočet a v demokratické společnosti jej předkládá parlamentu ke schválení, může navrhnout nové daně, snižovat (zvyšovat) daně stávající atd., centrální banka s ohledem na inflaci, resp. kurz domácí měny, může snižovat (zvyšovat) základní úrokové sazby, příp. ovlivňovat svými nástroji výši kurzu. Druhý aspekt hospodářské politiky spočívá v jejím pojetí jakožto teoretické disciplíny. Teoretická hospodářská politika je zaměřena na analýzu probíhajících jevů, po které následují návrhy opatření na jejich řešení pomocí konkrétních nástrojů.[37]

1.1 Druhy hospodářské politiky

Hospodářskou politiku lze také členit na makroekonomickou a mikroekonomickou:

- makroekonomická hospodářská politika se týká především makroekonomické rovnováhy a efektivnosti využití zdrojů společnosti. Obsahuje v sobě politiku monetární, fiskální a důchodovou,
- mikroekonomická hospodářská politika je zaměřena na zvyšování efektivnosti při alokaci zdrojů společnosti. Někdy se tato politika chápe jako doplněk makroekonomické politiky, a to doplněk mající podobu tzv. strukturální politiky (s odvětvovým nebo průřezovým zaměřením). Vedle průmyslové politiky sem patří např. politika agrární, dopravní, energetická, vědní nebo ekologická.[14]

Teoreticky lze podle přístupů státu k hospodářství hovořit o:

- liberální (konzervativní, resp. monetaristické, nabídkově orientované) hospodářské politice,
- intervencionalistické (keynesiánské, poptávkově orientované) hospodářské politice.[14]

Nabídkově orientovaná makroekonomická hospodářská politika sleduje základní cíl, kterým je odstraňování všech překážek při vytváření co nejliberálnějšího hospodářského prostředí. Podle hlavního představitele monetarismu Milтона Friedmana je ekonomika

chápana jako stabilní systém s vnitřními samoregulačními mechanismy. Jediným účinným prostředkem stimulace ekonomiky je monetární politika, opírající se o kvantitativní teorii peněz. Monetaristická teorie vychází ze zásady, že vládní intervence v ekonomice jsou spíše destabilizující, a že by hospodářská politika, vedle přiměřené zásoby peněz v ekonomice, měla usilovat o co nejmenší a vyrovnaný státní rozpočet. V tomto přístupu jsou všechny subjekty považovány za rovnocenné, je odmítán diferencovaný přístup k ovlivňování jejich chování. Monetární politika je považována za důležitější než politika fiskální. Intervencionalistická hospodářská politika, čerpající z odkazu J. M. Keynesa, má teoretický základ v udržování dostatečné efektivní poptávky formou aktivní politiky vládních výdajů. V tomto přístupu, který vychází z předpokladu, že samotné působení tržních sil na ekonomiku je nedostatečné, a je proto nutné usměrňovat především vývoj poptávky, je preferována politika fiskální (rozpočtová) před politikou monetární. Připouští se schodkový státní rozpočet. Uplatňování nástrojů fiskální politiky je požadováno zejména v případech, kdy lze očekávat nestabilní vývoj ekonomiky z důvodů překročení přirozené míry nezaměstnanosti a je nutné zvýšit rozsah investic v ekonomice.[14]

1.2 Nástroje hospodářské politiky

Hospodářská politika má k dispozici řadu nástrojů, jejichž použití je závislé na vytčených cílech hospodářské politiky. Jedná se především o nástroje:

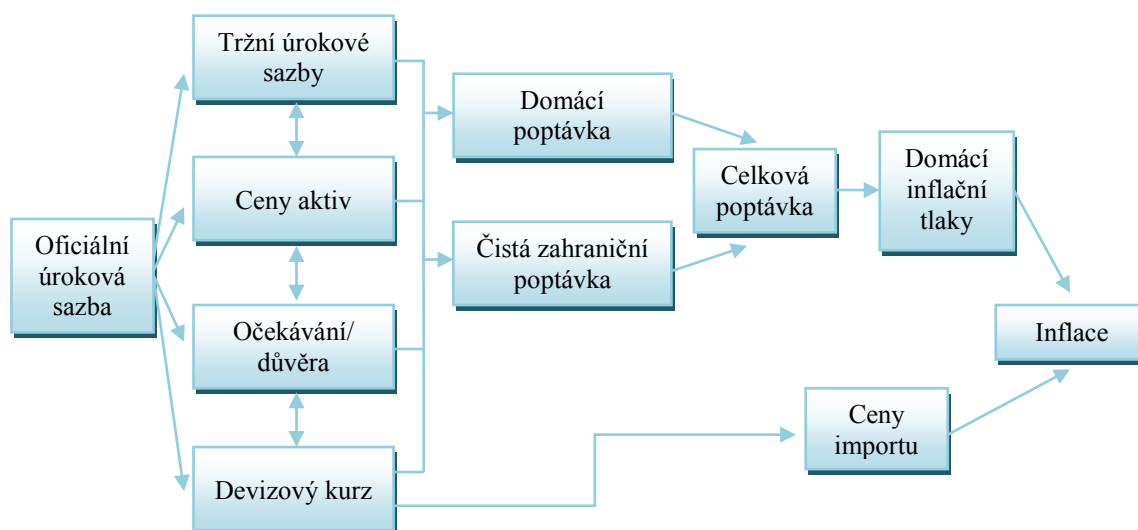
- fiskální politiky (zdanění, vládní výdaje),
- měnové politiky (regulace peněz, úvěrů, bankovní soustavy),
- důchodové politiky (regulace cen, mezd),
- zahraničně-ekonomické politiky (cla, kvóty, měnový kurz).[14]

1.3 Monetární politika

Monetární politika je součástí a nástrojem hospodářské politiky. Je souhrnem opatření a zásad, které mají prostřednictvím měnových nástrojů prosazovat plnění měnových cílů. Monetární politika je nástroj centrální banky a jejím základním cílem je hlídání a aktivní ovlivňování míry znehodnocení peněz - inflace. V české republice plní funkci centrální banky Česká národní banka (ČNB).[23]

1.3.1 Transmisní mechanismus

Změna nabídky nebo úrokových sazeb peněžního trhu vyvolaná centrální bankou spouští celou řadu mechanismů a činností ekonomických subjektů, které nakonec ovlivní vývoj takových ekonomických veličin jako je výstup ekonomiky a cenová hladina. Transmisní mechanismus měnové politiky je vymezován jako řetězec ekonomických vazeb, prostřednictvím, kterého změny v nastavení měnověpolitických nástrojů promítají do změn makroekonomických proměnných. Na počátku transmisního mechanismu tedy stojí změny v nastavení měnověpolitických nástrojů, které mění chování zprostředkujících trhů, což následně přes další zprostředkující trhy vede ke změnám na cílových trzích, jejichž vývoj chce centrální banka ovlivnit. Klíčovou úlohu v transmisním mechanismu (Obrázek 1) mají reakce komerčních bank na změny měnověpolitických nástrojů.[34]



Obrázek 1: Transmisní mechanismus měnové politiky

Zdroj: Vlastní zpracování dle [34]

1.3.2 Cíle monetární politiky

Monetární politika představuje regulaci množství peněz v ekonomice za účelem dosažení určitých makroekonomických cílů. Jedná se o peněžní a úvěrovou politiku.

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je hlavním cílem ČNB péče o cenovou stabilitu. Z dlouhodobého hlediska sleduje monetární politika především tyto cíle:

- udržení stability cenové hladiny,
- zabezpečení vyrovnanosti platební bilance,
- dosažení plánovaného ekonomického růstu,

- udržení únosné míry nezaměstnanosti.

Centrální banka používá k prosazení svých měnově-politických cílů celou řadu různých nástrojů, které ovlivňují jak fungování jednotlivých komerčních bank, tak i chod celé ekonomiky daného státu.[23]

Pro úplnost zde uvedeme rozdělení nástrojů monetární politiky na přímé a nepřímé nástroje.

1.3.3 Přímé nástroje monetární politiky

Přímé, resp. direktivní nástroje, jsou ve vyspělých ekonomických systémech využívány velmi zřídka a jejich použití svědčí o selhání nástrojů nepřímých. Jedná se většinou o tyto nástroje:

- Pravidla likvidity - jsou určována buď stanovením závazné struktury aktiv a pasiv obchodních bank nebo formou některých vzájemných vazeb mezi nimi. Slouží k zajištění likvidity obchodních bank.
- Úvěrové kontingenty - spočívají v direktivním stanovování limitů úvěrů. Rozlišuje se relativní a absolutní úvěrový kontingent.
- Úrokové limity (úrokové stropy) - centrální banka může komerčním bankám stanovit maximální úrokové sazby, které mohou požadovat z jimi poskytovaných úvěrů, nebo naopak minimální úrokové sazby z přijímaných depozit.
- Povinné vklady - většinou se týkají centrálních institucí nebo orgánů místní samosprávy.[23]

1.3.4 Nepřímé nástroje monetární politiky

V moderních ekonomikách jsou mnohem častěji využívány nepřímé nástroje monetární politiky:

- Diskontní nástroje - představují úrokové sazby a další podmínky úvěrů, které centrální banka poskytuje obchodním bankám v domácí měně – to významně ovlivňuje úvěrovou kapacitu obchodních bank.
- Operace na volném trhu - znamenají nákup nebo prodej cenných papírů centrální bankou od komerčních bank. Tím jsou zvyšovány nebo snižovány jejich likvidní rezervy a zároveň i jejich úvěrová kapacita.

- Povinné minimální rezervy - jsou stanoveny procentem z celkové sumy primárních vkladů obchodních bank. Každá změna rezerv tedy ovlivňuje úvěrovou kapacitu obchodních bank, protože se změní objem prostředků, se kterými může daná komerční banka disponovat.
- Konverze a swapy cizích měn - Nákupem a prodejem cizích měn centrální bankou od komerčních bank je také ovlivňována úvěrová kapacita obchodních bank – jedná se buď o konverze či swapy cizích měn.
- Intervence ve prospěch (v neprospěch) devizového kurzu - tímto nástrojem centrální banka nejčastěji ovlivňuje vývoj obchodní bilance státu a míru inflace.

V krátkodobém časovém horizontu reguluje monetární politika množství peněz v oběhu a úrokové sazby.[23]

2 INFLACE

Před tím, než se začneme zabývat cílováním inflace, je příhodné definovat samotný pojem, inflaci. Pro tvorbu prognóz cílování inflace centrální bankou je důležité umět si inflaci změřit. Proto zde budou nastíněny i způsoby měření inflace, jeho výhody a nevýhody. Pro pochopení cílování inflace se zde zmíníme o vlivu na ostatní ekonomické veličiny.

Inflaci definujeme jako proces trvalého růstu cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz.[5]

Z definice vyplývá několik důležitých skutečností:

- slovo „proces“ zdůrazňuje, že inflace je nezbytně dynamický jev, který se v čase mění. Nejedná se tedy o skokové (nárazové) změny způsobené například změnami v daňové soustavě, uvolněním regulovaných cen apod. – v tomto případě mluvíme pouze o růstu cen, nikoliv o inflaci;
- podobně slovo „trvalého“ zdůrazňuje, že ne každý nárůst cenové hladiny je inflací – musí se jednat o dlouhodobější nepřetržitý růst – v praxi se zpravidla jedná o minimálně dvě po sobě jdoucí čtvrtletí, kdy musí cenová hladina růst, abychom mluvili o inflaci;
- nejedná se o pohyby jednotlivých cen, ale o pohyb cenové hladiny – cenové relace se neustále mění (jedno zboží se stává relativně dražší oproti jinému, jiné zboží může naopak relativně zlevnit);
- ze slov „spojen s nadměrnou emisí peněz“ vyplývá, že ceny nemohou dlouhodoběji a nepřetržitě růst, pokud zároveň neroste nabídka peněz.[5]

Důsledkem inflace je pak oslabení reálné hodnoty peněz, jinými slovy oslabení kupní síly. Je-li v ekonomice přítomna inflace, pak spotřebitel potřebuje na koupi jednoho koše zboží stále více peněžních jednotek[5]

Ekonomové obvykle rozlišují dva druhy inflace: inflaci poptávkovou (poptávkou taženou) a inflaci nákladovou (náklady tlačenu, též nabídkovou). Tyto dva druhy inflace se liší tím, jaký inflační impulz vedl k jejich vzniku.[24]

Když se tážeme na příčinu inflace, musíme odlišit dvě věci. Inflační impulz a akomodování inflačního impulzu. Nejprve k inflačním impulzům. Poptávkový inflační impulz vychází ze zvýšení některé složky agregátních výdajů. Inflační impulz sám o sobě

k inflaci nestačí. Podmínkou inflace je růst peněžní zásoby. Když centrální banka reaguje na poptávkový impulz zvyšováním peněžní zásoby, říkáme, že jej akomoduje – vychází mu vstříc.[24]

Poptávková inflace je vyvolána faktory, které zvyšují agregátní poptávku. Jedná se zejména o zvýšení spotřebních výdajů domácností, zvýšení investic ze strany firem, zvýšení vládních výdajů, zvýšení čistého exportu a zvýšení peněžní nabídky.[5]

Nabídková inflace vzniká snížením agregátní nabídky v důsledku nabídkových šoků. V ekonomické teorii rozlišujeme dva druhy nabídkových inflačních šoků podle toho, zda působí na dlouhodobou agregátní nabídku a tím i na krátkodobou agregátní nabídku, nebo pouze na krátkodobou agregátní nabídku. První skupina faktorů má charakter dlouhodobých vlivů na produkční funkce podniků – v praxi se jedná především o různé přírodní katastrofy. Ty vedou k dlouhodobému poklesu výrobních zdrojů a v konečném důsledku vzroste cenová hladina. Druhá skupina faktorů je charakteristická tím, že se přirozený výstup ekonomiky nemění. Nejčastějšími příčinami tohoto typu inflace je růst nákladů firem (nákladová inflace), růst mezd (mzdová inflace), růst cen monopolů (monopolně-zisková inflace).[5]

2.1 Důsledky inflace

Vysoká a kolísavá inflace má neblahý vliv na ekonomiku, spotřebitele i podniky. Cílem tvůrců hospodářské politiky po celém světě je tedy snaha udržet inflaci na nízké úrovni.[22]

2.1.1 Kolísavost a nejistota

Pokud je míra inflace nízká, stabilní a pokud odpovídá očekáváním podniků a spotřebitelů, pak inflace nezpůsobuje velké problémy. Nicméně závažným důsledkem inflace je nejistota, a to v případě, že je míra inflace kolísavá, tedy že změny cen často a značně kolísají. Příčinou kolísavé inflace mohou být prudké výkyvy nabídky anebo poptávky v ekonomice, například u surovin jako jsou zemědělské produkty nebo ropa, které jsou stěžejní pro každodenní život a práci.[22]

Vyšší míra inflace a s tím vždy spojená její vyšší volatilita znamená zvyšování nejistoty ohledně finančních rozhodování domácností ohledně spotřeby, podniků ohledně investic apod. Všechny tyto rozhodovací procesy se tak v delším časovém horizontu stávají nepřesnějšími a rizikovějšími.[5]

2.1.2 Inlace a spotřebitelé

Ke stěžejním dopadům inflace patří postupné snižování hodnoty peněz. Peníze a jejich vlastníci zažívají pokles „kupní síly“. Obecně řečeno, když ceny rostou, pak příjem obyvatel ztrácí svou kupní sílu – lidé si mohou koupit méně zboží, odjet na kratší dovolenou do zahraničí a celkově musí vystačit s menším množstvím peněz, jestliže jejich příjem neroste stejným tempem. Pokles kupní síly však nemá vliv jen na spotřebitele a domácnosti, ale dopadá i na podniky a vlády.[22]

V době vysoké inflace se ekonomické subjekty zajímají spíše o možnosti zajištění se proti inflaci, než o produkci zboží a služeb, rostou transakční náklady, protože držba peněz se stává nevýhodná a ekonomické subjekty tak upřednostňují spotřebu (tj. rostou náklady na transakce na zajištění se proti inflaci ať formou investování nebo koupí zboží a služeb)[5]

2.1.3 Inlace a dlužníci

Hypotéky se splácejí mnoho let a výše úrokových sazeb je zpravidla spjata s mírou inflace. Pokud však v souvislosti s budoucí inflací panuje nejistota, věřitelé se možná chtějí „pojistit“ proti případné vyšší než očekávané inflaci zvyšováním úrokových sazeb nebo půjčováním při proměnných úrokových sazbách. A tak v okamžiku poskytnutí půjčky by se mohlo zdát, že splácení půjčky je zvládnutelné, nicméně při proměnné úrokové sazbě může v důsledku kolísavé míry inflace dojít v pozdějších letech k prudkému nárůstu pravidelných splátek zatěžujících rozpočet domácnosti. Vyhlídka kolísavé míry inflace způsobuje značnou nejistotu v souvislosti s pravděpodobně vůbec největším výdajem domácnosti. Proto když je inflace vysoká a kolísavá, zažívají dlužníci větší nejistotu a někdy i vyšší náklady, ať už jde o mladé rodiny, které si kupují svůj první dům, o malé firmy, které se chtějí rozvíjet, nebo o vlády, které si chtějí půjčit na vybudování nemocnic či silnic. Důsledkem vysoké a kolísavé inflace v případě dlužníků je to, že rozhodování v hospodářských otázkách je riskantnější, náklady jsou vyšší a možnosti omezenější.[22]

2.1.4 Inlace a podniky

Mají-li podniky prosperovat a růst, potřebují příznivé hospodářské poměry, k nimž patří i nízká a stabilní inflace. Důvodem je to, že své činnosti a investice, například investice do nového strojního vybavení nebo do výrobních závodů, plánují na několik let dopředu. A v případě velkých společností může plánování investic zahrnovat období dokonce desítek let do budoucnosti. Jestliže je tedy inflace vysoká nebo se očekává, že vysoká bude, znamená to obrovské nejistoty v podnikovém plánování. Měnicí se hodnota peněz totiž způsobuje, že

společnosti si nemohou být jisté budoucími náklady a výnosy. A v důsledku toho jsou mnohem opatrnější. Vysoká inflace nebo vysoká inflační očekávání mohou být příčinou toho, že náklady podniku rostou rychleji, než činí přírůstky produktivity. Podnikatelé proto nemají chuť riskovat, jsou méně ochotni investovat do budoucnosti, čímž snižují vlastní konkurenceschopnost. To má negativní dopad na hospodářský růst a zaměstnanost.[22]

Inflace má ale také své pozitivní důsledky. V tomto případě se uvažuje mírná inflace do cca 5 % ročně. Mezi hlavní přínosy patří:

- podpora ekonomického růstu – znamená to, že mírná inflace nebrání krátkodobě růstu cen, což je například předpoklad provádění investic a zavádění inovací (a tím zvyšování ekonomického růstu). Inovace jsou zaváděny tehdy, může-li podnik dané výstupy prodat za vyšší ceny kvůli vyšší kvalitě či vyšší užitné hodnotě. Problémem je, že v dlouhém období zpravidla inflace vede k poklesu ekonomického růstu;
- zvyšování efektivnosti měnové politiky – v případě nízké agregátní poptávky inflace umožňuje, aby reálné úrokové sazby byly v záporných hodnotách (např. při míře inflace 4 % a nominálních úrokových sazbách 3 % jsou reálné úrokové sazby minus 1 %, což vede ekonomické subjekty k vyššímu přijímání úvěrů). To povzbuzuje investiční a spotřební výdaje a zvyšuje tak agregátní poptávku.[5]

2.2 Deflace a její důsledky

Deflace je taková situace v ekonomice, kdy dochází k poklesu cenové hladiny. Obecně se prokazuje, že dopady deflace jsou horší než dopady inflace. Deflace byla průvodním jevem všech největších hospodářských poruch v moderní historii.[26]

Mezi příčiny vzniku deflace patří:

- pokles cen akcií;
- pokles cen nemovitostí;
- nadbytečné výrobní kapacity (tj. zvýšená nabídka);
- preference domácností spořit místo utrácet (tj. klesající poptávka);
- prudký pokles cen klíčových komodit;
- deflační vývoj v zemích hlavních obchodních partnerů;
- razantní liberalizace trhu práce nebo finančního trhu;

- rychlé posílení domácí měny;
- nepružnost nominálních mezd.[26]

Při měření se deflace projevuje v záporných hodnotách.

Pokles obecné cenové úrovně není motivující pro investory ani pro výrobce. Pokles mezd není povzbuzující pro pracovníky. Deflace zvyšuje reálnou hodnotu závazků dlužníků, a ztratí-li tito schopnost svým závazkům dostát, může dojít k ohrožení stability bankovního systému.[26]

2.3 Základní pojmy související s inflací

Vedle inflace existují i další odborné pojmy, které je vhodné vysvětlit. Patří sem například:

- dezinflace – znamená, že cenová hladina roste, ale stále pomalejším tempem, při měření se projevuje stále nižšími kladnými čísly v čase;
- stagflace – jedná se o situaci, kdy v ekonomice, která je ve fázi poklesu nebo stagnuje, zároveň roste cenová hladina;
- otevřená a skrytá inflace
 - otevřená inflace je inflace, která se otevřeně projevuje v ekonomice růstem cenové hladiny – tzn. je skutečně vykazována pomocí měření cenových indexů, tento typ je typický pro tržní ekonomiky
 - skrytá inflace – inflace se zjveně neprojevuje v ekonomice růstem cenové hladiny, protože je potlačována regulací cen nebo ceny jsou plánovány (typické pro netržní plánované ekonomiky)
- hyperinflace – jedná se o extrémně vysokou inflaci čítající stovky či tisíce procent ročně. Vývoj cen se vymyká jakékoliv kontrole, peníze ztrácejí velmi rychle na hodnotě (i v rámci jednoho dne) a peněžní směnu začíná nahrazovat směna barterová či používání jiné zahraniční měny;
- měnová (peněžní) iluze – tato situace nastává v případě inflace v ekonomice, kdy si domácnosti myslí, že jim roste životní úroveň, zvyšují-li se jim nominální mzdy. O iluzi se jedná tehdy, když je růst nominálních mezd nižší než růst inflace, tzn. reálné mzdy (a tím i životní úroveň) naopak klesají;

- inflační spirála – jedná se o proces, kdy růst cen vede k rostoucím mzdovým požadavkům. Je-li tento požadavek splněn, vede to dále k růstu cen (vlivem předchozího růstu mzdových nákladů) atd. a situace se může opakovat;
- čistá inflace – tento pojem je nutný odlišit podle teoretického a praktického pojetí:
 - čistá inflace z hlediska teorie – jedná se o situaci, kdy zvýšení nabídky peněz vede pouze ke zvýšení inflace (neprojeví se tedy v růstu výstupu ekonomiky);
 - čistá inflace z hlediska praxe v ČR – je používán jako ukazatel míry inflace Českou národní bankou, který vyjadřuje vývoj inflace očištěný o vliv změn regulovaných cen a nepřímých daní.[5]

2.4 Měření inflace

K měření výše inflace se nejčastěji v mezinárodním srovnávání používá Index spotřebitelských cen (CPI) nebo Harmonizovaný index spotřebitelský cen (HCPI). HCPI je harmonizován EU, což znamená, že všechny členské země při sestavování výstupů vycházejí ze stejného druhu zboží a služeb.[39]

Význam měření inflace je v praxi nezbytnou podmínkou pro to, aby mohla být kvalitně prováděna měnová politika. V praxi je míra inflace měřena pomocí těchto indexů:

- index spotřebitelských cen;
- index cen výrobců (PPI);
- deflátor hrubého domácího produktu (HDP).[5]

2.4.1 Index spotřebitelských cen a index cen výrobců

Jak naznačuje již jeho název, odráží tento index změnu cen výrobků a služeb, které kupují domácnosti. Měření vývoje cenové hladiny pomocí tohoto indexu je založeno na srovnání nákladů na nákup typického spotřebního koše výrobků a služeb ve dvou srovnávaných obdobích. Postupuje se podle tohoto vzorce:[26]

$$CPI = \frac{\text{hodnota daného spotřebního koše v cenách běžného roku}}{\text{hodnota daného spotřebního koše v cenách základního období}} \times 100 \quad (1)$$

CPI posuzuje změny nákladů na přesně dané druhy zboží a služeb tzv. spotřebního koše. Ten představuje zboží a služby, které běžná domácnost nakupuje. Každá položka koše v něm má zároveň stanovenou váhu, čili jakým podílem participuje na celkových výdajích.[39]

Náklady na nákup zvoleného spotřebního koše v daném roce jsou srovnávány s náklady na nákup téhož koše v roce základním, tzn. v roce, který jsme stanovili jako rok výchozí. Hodnota koše je vypočítávána tak, že dané množství každého výrobku nebo služby je násobeno jeho cenou příslušného období. Pokud je hodnota indexu vyšší než 100, znamená to, že došlo k vzestupu cenové hladiny a že probíhá inflace.[26]

Méně používaným cenovým indexem je cenový index výrobců. Tento index měří vývoj cen vstupů do výroby a slouží především k prognózování inflace. Předpokládá se totiž, že s určitým zpožděním, dle některých názorů půlročním, se vývoj cen výrobních vstupů promítne do vývoje cen finálních statků. Způsob výpočtu tohoto indexu je v podstatě stejný jako u výpočtu CPI jen s tím rozdílem, že srovnávané koše reprezentantů neobsahují spotřební statky, nýbrž statky produktivní, např. suroviny, energie, práci, polotovary apod.[26]

V ČR se používá index cen průmyslových výrobců, index cen zemědělských výrobců, index cen stavebních prací a stavebních objektů, index cen tržních služeb v produkční sféře. Struktura daného koše obsahuje statky typicky užívané v daném oboru.[5]

2.4.2 Deflátor HDP

Z nominálního a reálného HDP můžeme spočítat třetí užitečný statistický ukazatel deflátor HDP. Deflátor HDP porovnává současnou cenovou hladinu s cenami základního období. Jinými slovy počítá deflátor změnu nominálního důchodu, která je spojena se zvýšením cenové hladiny a není spojena se změnou množství vyráběného zboží.[28]

Deflátor HDP se počítá následovně:

$$\text{deflátor HDP} = \frac{\text{nominální HDP}}{\text{reálný HDP}} \times 100 \quad (2)$$

Tento vzorec nám ukazuje, proč měří deflátor cenovou hladinu v ekonomice. Změna ceny určitého zboží nebo služby ovlivňuje pouze nominální, a nikoli reálný HDP a je odpovídajícím způsobem zahrnuta v deflátoru. Deflátor je jedním ze způsobů sledování pohybů cen v ekonomice.[28]

Míra inflace označovaná " π " se při použití výše uvedených indexů vypočte jako relativní změna vybraného cenového indexu vůči předchozímu období, tj. např. pomocí indexu spotřebitelských cen takto:[5]

$$\pi = \frac{\text{CPI}_t - \text{CPI}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} \quad (3)$$

2.4.3 Harmonizované indexy spotřebitelských cen

Harmonizované indexy spotřebitelských cen (HISC) jsou ekonomické ukazatele konstruované pro měření změn v čase cen spotřebního zboží a služeb pořízených v domácnostech. HISC, poskytuje srovnatelnou míru inflace v eurozóně, EU, Evropského hospodářského prostoru a dalších zemích, včetně přistupujících a kandidátských zemích. Jsou vypočteny podle harmonizovaného přístupu. Poskytují oficiální míru inflace spotřebitelských cen v eurozóně pro účely měnové politiky v eurozóně a posuzování inflační konvergence podle požadavků maastrichtských kritérií.[21]

3 REŽIMY MONETÁRNÍ POLITIKY

Měnová politika centrální banky je ve většině zemí prováděna v rámci některého měnověpolitického režimu. Při plnění svého základního cíle, tj. zejména zabezpečení cenové stability, volí centrální banka jeden z několika možných měnověpolitických režimů. V základní rovině je možno režimy odlišit podle přístupu k měnovému kurzu.[34]

V režimu fixního měnového kurzu je zprostředkujícím cílem určitá hodnota nominálního měnového kurzu a centrální banka se pomocí svých nástrojů (intervence na devizovém trhu, změny úrokových sazeb) snaží udržovat měnový kurz domácí měny oproti stabilní zahraniční měně na zvolené hodnotě, nebo v rámci cílového intervalu. Cenová stabilita je vlastně „dovezena“ ze zahraničí. Cenou za tento typ stability bývá ztráta autonomie domácí měnové politiky, zejména ve smyslu nastavování úrokových sazeb podle podmínek v domácí ekonomice. V ostatních režimech, které jsou založeny na jiném než fixním měnovém kurzu (floating, řízený floating), může měnová politika mnohem více reagovat na vývoj domácí ekonomiky. Mezi tyto režimy patří režim s implicitní nominální kotvou a cílování inflace.[34]

Měnověpolitický režim dává měnověpolitickému rozhodování určitou strukturu, která usnadňuje samotné rozhodování, ale především interpretaci tohoto rozhodování veřejnosti. Základní režimy měnové politiky jsou:

- režim s implicitní nominální kotvou;
- cílování měnové zásoby;
- cílování měnového kurzu;
- cílování inflace.[9]

3.1 Režim s implicitní nominální kotvou

Režim s implicitní nominální kotvou spočívá v cílování určité veličiny přijaté interně v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení. Předpokladem pro úspěšné fungování tohoto režimu je vysoká důvěryhodnost centrální banky, jež umožní dosažení žádoucích změn inflace a jejich očekávání i bez explicitních cílů.[9]

3.2 Cílování měnové zásoby

Při cílování peněžní zásoby centrální banka sleduje vývoj jednoho ze zvolených peněžních agregátů. Smysl tohoto režimu vychází z poznatku, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem množství peněz v oběhu. Zde před centrální bankou vyvstává otázka, jaký peněžní agregát zvolit jako nejvhodnější kvůli možnosti jeho ovlivňování ze strany centrální banky a dále k jeho schopnostem předpovídat vývoje inflace.[5]

V době finančních inovací, elektronizace a globalizace trhů se vazba mezi peněžními agregáty a cenovou hladinou rozvolňuje. Centrální banka dále nemusí být schopna vybraný peněžní agregát řídit s dostatečnou přesností.[9]

3.3 Cílování měnového kurzu

V režimu cílování měnového kurzu se centrální banka snaží prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, a tak z této země "importovat" cenovou stabilitu. K udržení závazku daného měnového kurzu je nutná vhodná kombinace hospodářských politik zajišťující nízký inflační diferenciál vůči kotevní zemi, dostatečné devizové rezervy, udržení konkurenceschopnosti a celkové důvěryhodnosti země včetně jejího institucionálního a právního rámce a politické stability. Jednou z hlavních nevýhod tohoto režimu je ztráta autonomie měnové politiky.[9]

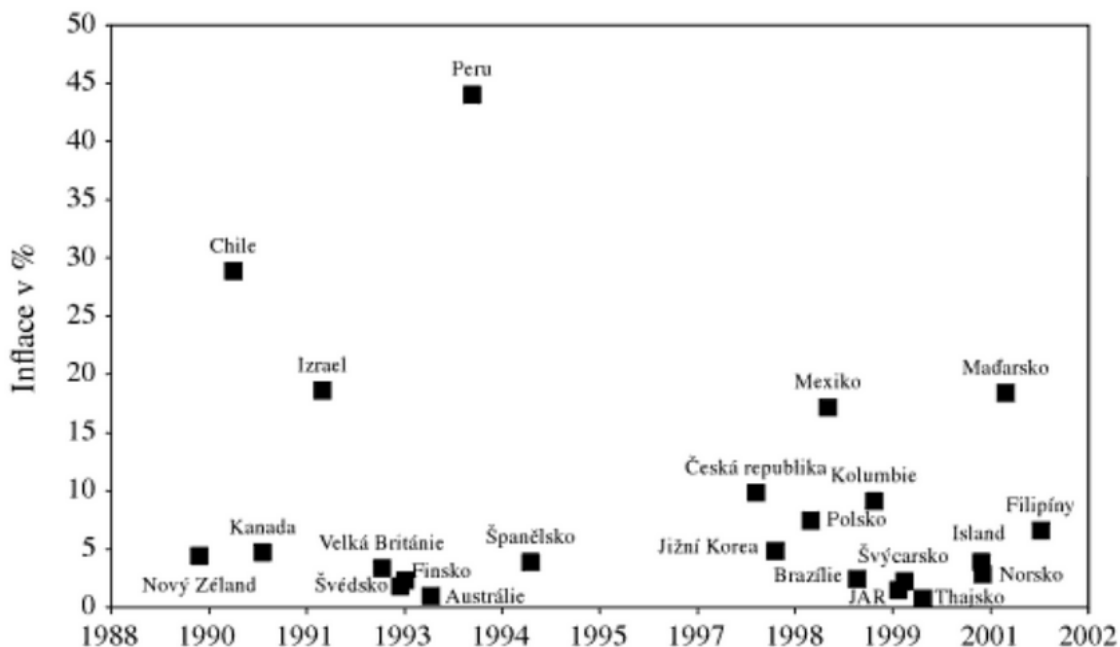
3.4 Cílování inflace

V 70. letech začala ve světě narůstat nedůvěra ekonomů ve schopnost centrální banky „dolaďovat“ ekonomiku aktivistickou měnovou politikou. Američtí monetaristé v čele s Miltonem Friedmanem navrhovali, aby centrální banka prováděla neaktivistickou politiku – politiku, která by měla podobu dlouhodobě stálého pravidla. Tímto pravidlem mělo být udržování stálého měnového růstu (stálého růstu peněžní zásoby).[24]

Strategii cílování inflace začaly některé centrální banky uplatňovat od devadesátých let 20. století,¹ nejprve s mnoha spíše experimentálními prvky. Postupně byla tato strategie podrobně rozpracována a v současné době je využívána v různých formách ve více než dvaceti zemích světa. Obrázek 2 zachycuje rok zavedení cílování inflace a počáteční míru inflace ve 23 zemích světa, které zavedly cílování inflace do roku 2002. V roce 2005 začaly uplatňovat tuto strategii centrální banky na Slovensku, v Indonésii a Rumunsku, od roku 2006 v Turecku a od

¹ Jako první zavedl cílování inflace v roce 1990 Nový Zéland.

roku 2007 v Ghaně. Některé prvky podobné strategii cílování inflace vykazuje také měnová politika Evropské centrální banky. Za cílování inflace ji však nelze považovat, neboť využívá dva pilíře, z nichž jeden je založen na vyhlášení a sledování zprostředkujícího cíle pro růst nabídky peněz v podobě široce definovaného peněžního agregátu M3.[34]



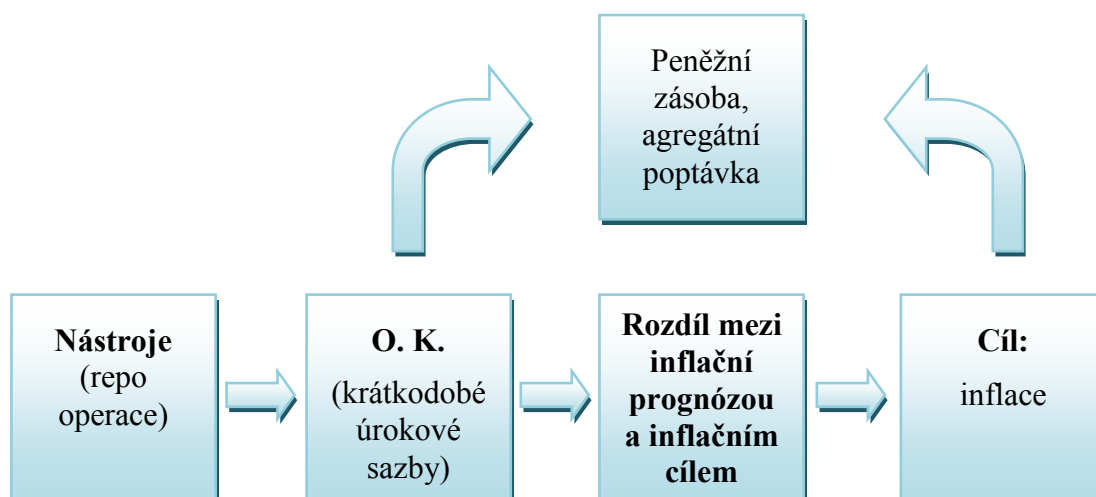
Obrázek 2: Rok zavedení cílování inflace a počáteční inflace ve 23 zemích světa

Zdroj:[34]

Při cílování inflace je explicitně stanoven inflační cíl jako hlavní cíl monetární politiky v určité konkrétní formě, avšak v monetární politice se již dále nepoužívají žádná zprostředkující kritéria v podobě měnových či úvěrových agregátů, dlouhodobé úrokové míry nebo měnového kurzu. Absence zprostředkujícího kritéria, resp. nepoužívání explicitně kvantifikovaného a oficiálně vyhlášeného zprostředkujícího cíle monetární politiky jsou proto považovány obecně za jeden z klíčových rysů cílování inflace. Strategii cílování inflace však nelze považovat za mechanismus fungující bez jakéhokoliv zprostředkujícího cíle. Jeho funkci plní inflační prognóza nebo podmíněná inflační prognóza.[34]

Neoddiskutovatelnou výhodou tohoto režimu je vysoká transparentnost a snadné pochopení pro laickou veřejnost (v podstatě to znamená, že každý může očekávat danou míru inflace v daném období). Nevýhoda tohoto režimu spočívá v nebezpečí, že centrální bance se nemusí po delší období povést daného cíle dosáhnout, a pak se stávají její prognózy nedůvěryhodné.[5]

Ze schematického znázornění fungování měnové politiky v rámci cílování inflace se zdůrazněním inflační prognózy jako zprostředkujícího cíle monetární politiky (Obrázek 3) je zřejmé, že pokud se prognózovaná inflace začíná odchylovat od inflačního cíle, musí centrální banka změnit nastavení nástrojů monetární politiky a ovlivnit tak vývoj operativního kritéria. Úlohu operativního kritéria přitom plní především krátkodobá úroková míra, teoreticky však nelze vyloučit v úloze operativního kritéria ani možnost použití měnové báze či některé z jejích složek. Konečný cíl monetární politiky v podobě cílované míry inflace, resp. jejího vybraného ukazatele, je přitom zpravidla definován v dlouhodobějším časovém horizontu.[34]



Obrázek 3: Cílování inflace

Zdroj: Vlastní zpracování dle [34]

U cílování inflace tedy centrální banka s jistým předstihem veřejně vyhlásí inflační cíl (či posloupnost cílů), o jehož dosažení bude usilovat. Jedná se o aktivní a přímé formování inflačních očekávání. Tento režim zahrnuje do svého rozhodovacího schématu podstatně větší množství informací než jen měnový kurz nebo peněžní agregáty, např. také trh práce, dovozní ceny, ceny výrobců, mezeru výstupu, nominální a reálné úrokové sazby, nominální a reálný měnový kurz, hospodaření veřejných rozpočtů apod.[9]

Charakteristickým rozlišovacím rysem cílování inflace je, že se jedná o rámeček měnové politiky, která zaměřuje maximální pozornost na konečný cíl cenové stability, a opravdu vyžaduje pečlivé sledování aktuálního a budoucího vývoje pro vedení současné politiky a zároveň hodnocení minulých politických opatření. Podporou pokračujícího otevřeného dialogu mezi centrální bankou a vládou, veřejností a účastníky finančního trhu, přístup cílování inflace ponechává jen malý prostor pro zanedbávání cenové stability, která dále posiluje své jedinečné zaměření. Z těchto důvodů může cílování inflace být zvláště efektivní jako rámeček měnové politiky pro centrální banky, které jsou institucionálně napadeny nějakým

způsobem, například proto, že nemají historii politické nezávislosti, nebo proto, že mají narušenou důvěru v prosazování měnově-stabilně orientované politiky. Vniknutí politiky do měnověpolitických rozhodnutí a snaha o protichůdné cíle jsou tak potenciálním zdrojem narušení důvěryhodnosti ve vztahu k závazku centrální banky dosažení a udržení cenové stability. Cílování inflace pomáhá chránit proti těmto silám.[15]

4 MONETÁRNÍ POLITIKA V RÁMCI EVROPSKÉ UNIE A CÍLOVÁNÍ INFLACE

4.1 Členské země EU a EMU

Před tím, než se podíváme na monetární politiku zajišťovanou Evropským systémem centrálních bank (ESCB) v rámci Evropské unie (EU), připomeneme si evropské státy, které patří do EU, a ty které již vstoupily i do Evropské měnové unie (EMU) a tím získaly i společnou jednotnou měnu Euro. Členění vypadá následovně:

- Členské státy EU, které nepatří mezi členy EMU, jsou Bulharsko, Česká republika, Dánsko, Lotyšsko, Litva, Maďarsko, Polsko, Rumunsko, Švédsko a Spojené království jsou sice členy EU, jednotnou měnu však nezavedly.

Od 1. července roku 2013 se součástí Evropské unie stalo Chorvatsko.

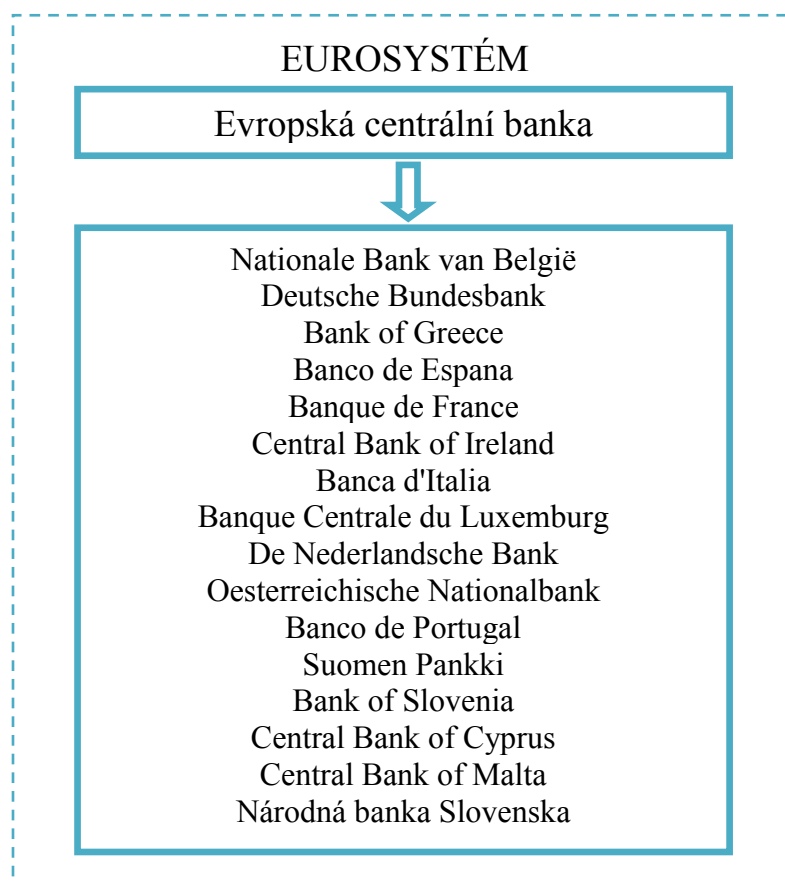
- Vlastní jednotnou měnu euro zavedlo sedmnáct členských států EU. Členské státy EMU jsou Belgie, Německo, Estonsko, Irsko, Řecko, Španělsko, Francie, Itálie, Kypr, Lucembursko, Malta, Nizozemsko, Rakousko, Portugalsko, Slovinsko, Slovensko a Finsko.

Vývoj EMU neboli eurozóny tak jak jednotlivé země splňovaly podmínky pro zavedení jednotné měny Eura a jejich přijetí v letech 1999, 2001, 2007, 2008, 2009 a 2011 jsou graficky znázorněny na obrázcích 4 – 9. V roce 1999 vstoupilo do EMU 11 evropských států. V roce 2001 se přidalo k zavedení jednotné měny Řecko. Dále následovalo v roce 2007 Slovinsko. Novými členy se staly v roce 2008 Kypr a Malta. V roce 2009 pak náš sousední stát Slovensko, které bylo vybráno pro tuto práci ke komparaci s Českou republikou z pohledu cílování inflace. Nejmladším členem EMU se v roce 2011 stalo Estonsko. V současné době existuje 17 členů EMU. Celkový počet členů EU vzrostl vstupem Chorvatska na 28 zemí.

4.2 Eurosystem

S jednotnou měnou může existovat pouze jednotná úroková sazba, jednotný měnový kurz vůči zbytku světa, a to jednotná měnová politika. Obvykle to znamená jedinou centrální banku, ale to není styl, ve kterém byla vybudována EMU. Každý člen je stále vybaven svou vlastní centrální bankou, posledním zbývajícím pozůstatkem ztracené měnové svrchovanosti. Bez ohledu na to, jak směli byli průkopníci EMU, při slučování národních centrálních bank v jedinou instituci se zarazili částečně z obavy, že by bylo nutné propustit tisíce zaměstnanců. Ve skutečnosti národní centrální banky jen stěží snížily počet svých pracovníků. Možná paradoxně se snižování stavů z velké části odehrálo v centrálních bankách mimo eurozónu.[1]

Řešení našlo inspiraci u federálních zemí jako je Německo a USA, kde regionální centrální banky působí vedle sebe s federální centrální bankou. Ale EU není federací a slovo „federace“ je v Evropě nanejvýš politicky nevhodné. Nevyhnutelně zvolená struktura je tudíž složitá. Nově vytvořená Evropská centrální banka působí vedle národních centrálních bank, z nichž jedna dokonce před rokem 1999 ani neexistovala, protože Lucembursko, po dlouhou dobu součást měnové unie s Belgií, založilo svou centrální banku jenom proto, aby vyhovělo novému uspořádání. Na druhou stranu bylo euro v mnoha ohledech určeno k tomu, aby pokračovalo ve stopách nejúspěšnější evropské měny – německé marky. Plánem použitým v případě měnové unie byla struktura Bundesbank. Tento vzor je patrný jak v případě nové instituce, tak v případě měnověpolitických cílů.[1]



Obrázek 4: Eurosystem

Zdroj: Vlastní zpracování dle [1]

Evropský systém centrálních bank je složen z nově vytvořené Evropské centrální banky a národních centrálních bank všech členských zemí EU. Vzhledem k tomu, že ne všechny země EU vstoupily do měnové unie, byl vymyšlen odlišný pojem „Eurosystem“ (Obrázek 4), který se vztahuje na ECB a podílející se národní centrální banky. Eurosystem realizuje měnovou politiku v eurozóně tak, jak je popsáno níže. Pokud je potřeba, provádí, po dohodě s ministry financí členských zemí, také operace na devizových trzích, spravuje a řídí státní devizové rezervy členských zemí EMU, kontroluje platební systémy a je zapojen do dohledu nad úvěrovými institucemi a finančním systémem.[1]

Výhody fungování jednotné měny

- Společná měna znamená nepochybně větší pokrok v evropské integraci;
- Euro se mělo do tří let stát významným konkurentem amerického dolaru jako světová rezervní měna. Tyto prognózy se sice nepotvrdily, nicméně euro je široce užíváno a v některých oblastech (trh obligací) je skutečně nejpoužívanější měnou;

- Euro je měnou velkého a likvidního finančního trhu, který je se svými 290 mil. obyvatel největším na světě a reprezentuje světově nejvýznamnější kulturní i ekonomickou oblast;
- Společná měna v 17 zemích EU přináší transparentnost a srovnatelnost cen v těchto zemích. Na první pohled je jasné, které zboží je levnější a které dražší. Mezi státy odpadá kurzové riziko;
- Zrychlení a zjednodušení přeshraničních plateb v euru, které jsou v podstatě platbami vnitrostátními. Tato výhoda platí přiměřeně i pro platby v euru z ČR do zemí evropské měnové unie, protože i náš stát se připojí k trendu zjednodušování a zrychlování přeshraničních plateb v této nové měně;
- Používání nové měny znamená také výrazné snížení řady transakčních nákladů. Počínaje snížením nákladů souvisejících s poplatky na vedení účtů, odpadnutí nákladů na poplatky za dosavadní směnářské operace.[20]

Nevýhody fungování jednotné měny

- Neomezený pohyb kapitálu může přinést nebezpečí přelévání zdrojů z oblastí s nižší produktivitou do oblastí, kde je produktivita vyšší;
- směnný kurz a úrokové sazby nebude možné používat jako nástroj obchodní a měnové politiky;
- přechod na euro přináší pro každý podnik i nové náklady spojené s adaptací na euro, včetně nákladů na přípravu managementu a zaměstnanců, informovanost klientů, informační materiály, zpracování dat, apod.[20]

4.3 Měnová politika Evropské centrální banky a cenová stabilita

Měnovou politiku Společenství provádí Evropský systém centrálních bank, který je tvořen Evropskou centrální bankou (ECB) a šestnácti národními bankami členských zemí eurozóny. ECB nahradila od 1. 6. 1998 Evropský měnový institut. Sídli v německém Frankfurtu nad Mohanem. ECB odpovídá za definování a provádění hospodářské a měnové politiky EU. ECB, stejně jako národní centrální banky, mají ve Smlouvě o založení EU zakotvenu institucionální, osobní, funkční i finanční nezávislost.[20]

Jedním z hlavních úkolů ECB je udržovat cenovou stabilitu v eurozóně tak, aby se kupní síla eura nesnižovala v důsledku inflace. K plnění svých úkolů má ECB právo přijímat právní akty a jiné právní nástroje. Jsou jimi zejména nařízení, rozhodnutí, doporučení, stanoviska a dále obecné zásady, pokyny a vnitřní rozhodnutí.[20]

Rozhodovací orgány ECB jsou Výkonná rada, Rada guvernérů a Generální rada.[20]

- Výkonná rada (angl. *Executive Board*) se sestává z prezidenta ECB, viceprezidenta a čtyř dalších členů, kteří jsou všichni jmenováni na základě společné dohody prezidentů či předsedů vlád zemí eurozóny. Členové Výkonné rady jsou jmenováni na jedno funkční období osmi let, které nelze obnovit. Výkonná rada odpovídá za provádění měnové politiky, jak ji definuje Rada guvernérů, a za vydávání pokynů národním centrálním bankám. Připravuje rovněž zasedání Rady guvernérů a je odpovědná za každodenní řízení ECB;
- Rada guvernérů (angl. *Governing Council*) je nejvyšším rozhodovacím orgánem ECB. Tvoří ji šest členů Výkonné rady a guvernéri 16 centrálních bank eurozóny. Předsedá jí prezident ECB. Jejím prvotním posláním je definovat měnovou politiku eurozóny, a zejména určovat úrokové sazby, za kterých mohou obchodní banky obdržet peníze od ECB;
- Generální rada (angl. *General Council*) je třetím rozhodovacím orgánem ECB. Sestává z prezidenta a viceprezidenta ECB a guvernérů národních centrálních bank všech 27 členských států EU. Generální rada přispívá k poradenské a koordinační činnosti ECB a pomáhá připravovat budoucí rozšíření eurozóny.

Veškerá legislativní opatření, která jsou nutná k činnosti hospodářské a měnové unie, přijímá Rada EU na návrh Evropské komise. V případě záležitostí týkajících se hospodářské a měnové unie se jedná o formaci Rady ECOFIN, složenou z ministrů hospodářství a financí. Ti na zasedáních ECOFIN odpovídají za účinnou koordinaci hospodářské politiky členských států, za dodržování Paktu stability a růstu a za orientaci politiky směnných kursů.[20]

Evropská centrální banka je tedy odpovědná za jednotnou měnovou politiku zemí eurozóny a jejím základním úkolem je, jako u všech národních bank členských států, péče o cenovou stabilitu. ECB dále podporuje obecnou hospodářskou politiku ve Společenství. Banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství s volnou soutěží, čímž podporuje efektivní umístění zdrojů.[28]

ECB rovněž vymezuje a provádí:

- měnovou politiku Společenství;
- devizové operace;
- drží a spravuje oficiální devizové rezervy členských států;
- podporuje plynulé fungování platebních systémů;
- sjednocuje podmínky bankovního dohledu v členských zemích Společenství;
- povoluje vydávání bankovek a mincí euro.[28]

Přesto, že ve Smlouvě o EU (SES) je jasně stanoveno, že prvořadým cílem ECB je udržování cenové stability, není zde definováno, co pojem „cenová stabilita“ přesně znamená. S ohledem na tuto skutečnost vyhlásila Rada guvernérů ECB v říjnu 1998 kvantitativní definici cenové stability. Rada guvernérů definovala cenovou stabilitu jako „meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) pro eurozónu o méně než 2 %“, přičemž takto definovaná cenová stabilita má „být zachována ve střednědobém horizontu“. HICP je index, který nejpřesněji vyjadřuje změny, k nimž v průběhu času dochází v ceně reprezentativního koše spotřebního zboží a služeb nakupovaných domácnostmi v eurozóně. Po pečlivém vyhodnocení strategie měnové politiky ECB rada guvernérů v květnu 2003 tuto definici potvrdila. Při této příležitosti však upřesnila, že v rámci této definice hodlá udržovat míru inflace na hladině, která bude pod 2 %, avšak která se bude této hodnotě ve střednědobém horizontu přibližovat. To poskytuje dostatečné ochranné pásmo proti riziku deflace. Ta bývá provázena naopak poklesem cen, poklesem průmyslové produkce a růstem nezaměstnanosti. Kvantitativní definice cenové stability navíc také zohledňuje případné chyby v měření HICP a vliv strukturálních inflačních diferencíálů v rámci jednotlivých zemí eurozóny. [28]

Formulace, že cenová stabilita má být zachována ve střednědobém horizontu naznačuje, že pomocí měnové politiky nelze jemně doladit vývoj cen nebo inflace během krátkých, několikaměsíčních období. Změny v měnové politice vždy ovlivňují ceny se značným zpožděním a rozsah jejich vlivu nelze dopředu přesně stanovit. To znamená, že měnová politika nemůže vyrovnávat veškeré nepředvídané šokové změny cenové hladiny v krátkém

časovém období. Proto je určitá krátkodobá volatilita inflace (kolísavost, častá změna výše) nevyhnutelná. To však nic nemění na správnosti měnové politiky zaměřené na cílování inflace. Pro vyhlášení kvantitativní definice cenové stability existují tři hlavní důvody:[28]

- definice vyjasňuje cíle měnové politiky, a tím přispívá k její větší transparentnosti;
- kvantitativní definice je jednoznačným kritériem, podle něhož může veřejnost poměřovat, nakolik ECB plní své úkoly. Jelikož veřejnost snadno pozná případy, kdy vývoj cen neodpovídá cenové stabilitě, musí ECB při každé odchylce vysvětlit, jak v přijatelné časové lhůtě opět dosáhne cenové stability;
- kvantitativní definice také veřejnosti poskytuje vodítko pro utváření předpokladů o budoucím vývoji cen. Stabilizace dlouhodobějších inflačních očekávání na úrovni odpovídající zvolené cenové stabilitě usnadňuje provádění měnové politiky a zvyšuje její efektivnost.

Cílování inflace ECB je moderním pojetím měnové politiky. Umožňuje ECB prognózovat inflaci, především díky objemu peněžní zásoby, a zároveň používat s předstihem – a tedy s maximální efektivností – nástroje měnové politiky. Cíle měnové politiky bylo za desetiletou existenci centrální banky zatím dosaženo vždy. V současné době navíc není jeho naplnění nijak zvlášť obtížné, neboť v důsledku finanční krize nejsme svědky výrazného tlaku na růst cen jak v eurozóně, tak ani mimo ni. S budoucím oživením hospodářství a také pod vlivem masivního státního „pumpování“ peněz do ekonomiky lze však očekávat zvyšující se inflaci, a tedy i zvýšené nároky na efektivní provádění měnové politiky ECB.[28]

ECB provádí jednotnou měnovou politiku na území Evropské měnové unie založenou na emisi a oběhu společné měny euro. To znamená, že centrální banky členských zemí se vzdaly národních měnových politik. Hlavním cílem měnové politiky ECB je cenová stabilita. Postup je založen na dvou pilířích: cílování inflace a regulaci peněžní zásoby. Při cílování inflace se ECB snaží regulovat krátkodobou úrokovou míru s hlavním cílem dosahovat cenové stability.

Krátkodobá úroková míra plní roli operativního kritéria. Tento postup uplatňuje také Česká republika. Při regulaci peněžní zásoby ECB kvantifikuje a snaží se regulovat vývoj peněžní zásoby v podobě měnového agregátu M3². Peněžní zásoba plní roli zprostředkujícího kritéria a v roli operativního kritéria opět vystupuje krátkodobá úroková míra.[36]

² Peněžní agregát lze definovat jako sumu emitovaného oběživa a zůstatků některých pasiv finančních institucí s vyšší likvidností neboli likviditou v širším smyslu slova.

V dlouhodobém horizontu centrální banky mohou přispět ke zvýšení růstového potenciálu ekonomiky tím, že udržují prostředí stabilních cen. To nemůže zvýšit ekonomický růst tím, že rozšíří nabídku peněz nebo udržování krátkodobých úrokových sazeb na úrovni rozporu s cenovou stabilitou. To může mít vliv na obecnou úroveň cen. Inlace je peněžní jev. Dlouhá období vysoké inflace jsou obvykle spojena s vysokým růstem peněžní zásoby. I když ostatní faktory (jako například změny agregátní poptávky, technologické nebo šokové změny cen komodit) mohou ovlivnit vývoj cen v kratším období, v průběhu času jejich účinky lze vyrovnat změnou měnové politiky.[36]

V eurozóně je obvyklé, že inflace může být v daném roce v jedné zemi vyšší než v jiné. Na čem záleží, je pravděpodobnost, že určitá země bude čelit rok co rok systematicky vyšší (či nižší) inflaci. Například země, která se nepřetržitě potýká s inflací vyšší než v ostatních zemích, musí čelit ztrátě konkurenceschopnosti. Pokud je tento proces trvalý, pak by daná země musela mít po několik let nižší inflaci, aby obnovila svou konkurenceschopnost. Vzhledem k tomu, že Eurosystem usiluje o dosažení a zachování cenové stability, mohlo by být v této situaci zapotřebí deflace – negativní inflace – které je obvykle dosaženo pouze v rámci silných tlaků v podobě prodlouženého hospodářského poklesu doprovázeného vysokou nezaměstnaností.[1]

4.3.1 Výhody cenové stability

Cíl cenové stability se týká celkové úrovně cen v hospodářství. Tento cíl naznačuje, že delší období inflace nebo deflace jsou nežádoucí. Cenová stabilita přispívá k dosažení vysoké úrovně hospodářské aktivity a zaměstnanosti několika způsoby.[15]

- Cenová stabilita lidem usnadňuje rozpoznávat změny relativních cen, neboť tyto změny nejsou zastíněny změnami celkové cenové hladiny. To umožňuje podnikům a spotřebitelům přijímat rozhodnutí týkající se spotřeby a investic na základě lepší informovanosti a trh zase může efektivněji alokovat zdroje. Tím, že trhu pomáhá směřovat zdroje tam, kde mohou být nejefektivněji využity, zvyšuje cenová stabilita produktivní potenciál hospodářství.
- Pokud mohou mít investoři jistotu, že ceny zůstanou do budoucna stabilní, nebudou požadovat dodatečný výnos (takzvanou prémii za inflační riziko), který by jim vynahradil riziko spojené s držbou nominálních aktiv po delší dobu. Snížením těchto premií v reálných úrokových sazbách může měnová politika přispívat k efektivnějšímu fungování kapitálového trhu a zvyšovat tak ochotu investovat. A to opět podporuje růst hospodářského blahobytu.

- Důvěryhodné udržování cenové stability také snižuje pravděpodobnost, že lidé i podniky převedou část zdrojů z produktivní činnosti na ochranu (zajištění) proti inflaci. Například v prostředí s vysokou inflací jsou subjekty motivovány skladovat zboží, protože za těchto okolností si zboží uchovává svou hodnotu lépe než peníze nebo jiná finanční aktiva. Vytváření velkých zásob zboží však není vhodným investičním rozhodnutím, a brzdí tak hospodářský růst.
- Daňové systémy a systémy sociálního zabezpečení mohou vytvářet podněty k neekonomickému chování. Ve většině případů takové poruchy ještě prohlubuje inflace nebo deflace. Cenová stabilita omezuje rušivé vlivy související s dopady inflace na zdanění a systémy sociálního zabezpečení.
- Udržováním cenové stability lze předejít značné a náhodné redistribuci bohatství a příjmů, k níž dochází v inflačním i deflačním prostředí. Prostředí se stabilními cenami proto napomáhá udržet sociální soudržnost a stabilitu. Ve 20. století se v několika případech ukázalo, že vysoká míra inflace nebo deflace mívá za následek sociální a politickou nestabilitu.[15]

5 MONETÁRNÍ POLITIKA SLOVENSKÉ REPUBLIKY

Pro tuto práci byly vybrány dva členské státy EU, Česká republika a její sousední stát Slovenská republika. Nejprve bude nahlédnuto na obecnou a ekonomickou charakteristiku země Slovenska, dále se práce zaměří na samotné cílování inflace, její historii, analýzu a komparaci mezi státy v těchto vybraných zemích.

5.1 Charakteristika země

Oficiálním názvem státu je Slovenská republika, která se rozkládá na 49 036 km², k 31. 12. 2012 měla země 5 410 836 obyvatel. Ke slovenské národnosti se hlásí 85,8 % obyvatelstva, k maďarské 9,7 %, k romské 1,7 %, k české 0,8 % (celkem 44 620 osob), k rusínské 0,4 % a k ukrajinské 0,2 %.[2]

Byly vybrány určité ukazatele, vypovídající o ekonomickém vývoji země (Tabulka 1). Makroekonomické ukazatele jsou rozděleny do třech oblastí – ukazatele reálné ekonomiky, měnové ukazatele a fiskální ukazatele.

Tabulka 1: Vybrané makroekonomické ukazatele pro SR

Ukazatel	Jednotka	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
Ukazatele reálné ekonomiky						
Míra růstu reálného HDP	%	5,8	-4,9	4,4	3,2	2,0
Míra nezaměstnanosti	%	9,6	12,1	14,5	13,7	14,0
Míra inflace	%	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7
Měnové ukazatele						
Běžný účet platební bilance/HDP	%	-7,8	-5,3	-6,2	-2,6	-3,7
Úrokové sazby	%	3,50	1,75	1,75	1,75	1,50
Fiskální ukazatele						
Vládní deficit (přebytek)	mld. Eur	-1,3	-5,0	-5,0	-3,4	-3,1
Vládní deficit (přebytek)/HDP	%	-2,1	-8,0	-7,7	-5,1	-4,3
Vládní dluh	mld. Eur	18,6	22,3	27,0	29,9	37,2
Dluh sektoru vlády/HDP	%	27,9	35,6	41,0	43,3	52,1

Zdroj: Vlastní zpracování dle [6]

5.2 Národní banka Slovenska

Národní banka Slovenska vznikla 1. ledna 1993 na základě zákona NR SR č.. 566/1992 Sb. o Národní bance Slovenska jako nezávislá centrální banka Slovenské republiky. Od 1. ledna 2009 - dne zavedení eura ve Slovenské republice, se stala součástí Eurosystemu, tvořícího systém centrálního bankovníctví eurozóny v rámci Evropského systému centrálních bank.[32]

Hlavním cílem Národní banky Slovenska je udržování cenové stability. Za tímto účelem:

- se podílí na společné měnové politice, kterou určuje Evropská centrální banka pro eurozónu,
- vydává eurobankovky a euromince podle zvláštních předpisů platných v eurozóně pro vydávání eurobankovek a euromincí,
- podporuje plynulé fungování platebních systémů a systémů vypořádání, řídí, koordinuje a zajišťuje peněžní oběh, platební styk a zúčtování dat platebního styku a stará se o jejich plynulost a hospodárnost,
- udržuje devizové rezervy, disponuje s nimi a uskutečňuje devizové operace podle zvláštních předpisů platných pro operace Eurosystemu,
- provádí další činnosti vyplývající z její účasti v Evropském systému centrálních bank.
- V oblasti finančního trhu přispívá Národní banka Slovenska ke stabilitě finančního systému jako celku, jakož i k bezpečnému a zdravému fungování finančního trhu v zájmu udržování důvěryhodnosti finančního trhu, ochrany klientů a respektování pravidel hospodářské soutěže. Přitom Národní banka Slovenska vykonává dohled nad finančním trhem, tj. vykonává dohled nad bankami, pobočkami zahraničních bank, obchodníky s cennými papíry, zprostředkovateli investičních služeb, burzami cenných papírů, správcovskými společnostmi, podílovými fondy a subjekty kolektivního investování, pojišťovnami, zajišťovnami, penzijními společnostmi, penzijními fondy, doplňkovými důchodovými společnostmi a dalšími dohlížela subjekty slovenského finančního trhu.[32]

Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je Bankovní rada NBS. Bankovní rada má mít podle § 7 zákona o NBS pět členů. Členy bankovní rady jsou guvernér, dva viceguvernér a dva další členové.[32]

Guvernéra a viceguvernéra jmenuje a odvolává prezident republiky na návrh vlády po jejich schválení Národní radou Slovenské republiky. Dvou dalších členů bankovní rady

jmenuje a odvolává vláda na návrh guvernéra NBS. Funkční období členů bankovní rady je pětileté. V čele NBS působí od 12. ledna 2010 guvernér Jozef Makúch.[32]

5.3 Vývoj monetární politiky, její historie a současnost

Vzhledem ke vstupu Slovenska do EMU a tím zavedení jednotné měny euro je nutné rozdělit monetární politiku do dvou období. První období lze označit jako měnovou politiku NBS do roku 2009. Druhým obdobím je pak měnová politika po roce 2009, kdy SR přijala za svou měnu euro.

5.3.1 Měnová politika Národní banky Slovenska do roku 2009

Historii „měnové politiky NBS do roku 2009“ můžeme rozdělit na dvě hlavní etapy. Výkon nezávislé měnové politiky NBS v letech 1993-1999 a harmonizaci nástrojů měnové politiky NBS s ECB v letech 2000-2008. Od roku 2000 začaly úrokové sazby NBS hrát podstatně významnější roli v rámci výkonu měnové politiky. Od svého vzniku do roku 2004 NBS každoročně v prosinci připravovala Měnový program NBS na následující aktuální rok. Měnový program měl poskytnout ekonomickým subjektům dostatek informací při formulování jejich rozhodnutí a přiblížit veřejnosti očekávaný makroekonomický vývoj. V roce 2005 NBS v "Komunikační strategii NBS do roku 2009" formulovala hlavní zásady komunikace, její cílové skupiny i komunikační nástroje: tiskové zprávy, tiskové konference, komentáře, komuniké, Situační zpráva o měnovém vývoji a Měnový přehled. Hlavním cílem bylo informovat veřejnost o rozhodnutích NBS především v oblasti měnové politiky, resp. stability celého finančního sektoru ve SR a budovat tak důvěru k NBS.[30]

Nezávislá měnová politika NBS v letech 1993-1999

Samostatná měnová politika NBS od roku 1993 kontinuálně navázala na měnovou politiku Státní banky Československa z předchozích let 1990-92, která kvantitativně řídila měnový vývoj prostřednictvím peněžní zásoby. Hlavním cílem měnové politiky NBS bylo dosažení stability měny prostřednictvím snižování míry inflace, jakož i udržováním fixního směnného kurzu Slovenské koruny (Sk) v rámci flukтуаčního pásma $\pm 0,5 \%$, přičemž fixní devizový režim sloužil jako nominální kotva pro vývoj inflace. Přímé a nepřímé měnové nástroje tvořily: úvěrové limity, operace na volném trhu (OMO), povinné minimální rezervy (PMR), diskontní sazba, lombardní sazba, směnečné operace a funkce poslední instance. V únoru 1993 došlo k měnové odluce SR a ČR, významný pokles devizových rezerv SR a rostoucí devalvační očekávání vedly k devalvaci kurzu Kč vůči volně vyměnitelným měnám o 10 %. V roce 1996 rozvojem finančních trhů NBS upustila od úvěrových limitů, aktivněji

využívala operace zajištěné cennými papíry a přibližovala se k standardním OMO, které se staly dominantními. Výrazný trvalý přebytek likvidity v bankovním sektoru přinutil NBS poprvé aktivně využít sterilizační nástroje. Vysoké deficity vlády, rozmach poskytování úvěrů, zejména v cizí měně, zvyšoval dynamiku peněžní zásoby i citlivost subjektů na vývoj směnného kurzu. Dlouhodobou snahu NBS o vytváření podmínek pro přechod na kvalitativně řízení měnové politiky přerušili negativní tendence v ekonomice, které vyvolaly potřebu změny měnových nástrojů:

- zvýšení lombardní sazby na 15%, zvýšení sazby PMR z primárních vkladů (jednotná sazba 9%) s úročením nadbytečných rezerv 1,5%,
- zavedení opatření "Devizová pozice obchodních bank na měnové účely" (DPMÚ, PMR na korunové i devizové vklady nerezidentských bank) s cílem regulovat úvěrovou expanzi v cizí měně a rozšíření fluktuačního pásma na $\pm 5\%$ s cílem znejistit krátkodobý spekulativní kapitál.[30]

V letech 1997-1998 pokračovala standardizace měnově-politických nástrojů NBS, dominantní byly OMO (REPO tendry). Záměrem měnové politiky NBS bylo prostřednictvím zmírnění nerovnováhy zahraničního obchodu SR podpořit vnější stabilitu měny a příznivý vývoj inflace. Úrokové sazby se postupně snižovaly, veřejný sektor a podniky pokračovaly v zahraničním a domácím zadlužování. V lednu 1998 NBS rozšířila fluktuační pásma pro pohyb kurzu Sk na $\pm 7\%$. Finanční krize v Asii, Rusku se podepsaly na sníženém ratingu Slovenska, které v letech 1996 až 1998 vykázalo výraznou makroekonomickou nerovnováhu, když vládní investice financované půjčkami podporovaly domácí spotřebu a značný, dlouhodobě neudržitelný růst ekonomiky. Tzv. dvojitý deficit (fiskální a obchodní) dosahoval extrémní hodnoty, deficit obchodní bilance a běžného účtu platební bilance byly nad úrovní 10 % HDP, což vedlo k destabilizaci ekonomiky. Snížením devizových rezerv NBS z důvodu intervencí byla obrana kurzu neudržitelná a po parlamentních volbách v září 1998 vyústila do změny kurzového režimu Sk. Od 2. října 1998 se Slovenská koruna stala měnou s plovoucím směnným kurzem s referenční měnou Německá marka (DEM), později s euro. Pokračovala liberalizace devizového režimu a byla zrušena nabídková povinnost.[30]

Vzhledem k situaci na devizovém trhu a k poklesu devizových rezerv, stejně tak i vzhledem k devalvačnímu očekávání slovenské koruny, která se začala vychylovat z fluktuačního pásma, NBS přistoupila ke změně režimu fixního nominálního směnného kurzu na kurz plovoucí. Tato změna vstoupila v platnost od 1. října 1999. Nejvyššího znehodnocení pak dosáhl směnný kurz v květnu 1999. Vzhledem k očekávaným cenovým

deregulacím se NBS v roce 1999 zaměřila na sledování čisté inflace, přičemž zprostředkujícím cílem měnové politiky stále zůstával tak jako v minulých letech vývoj peněžní zásoby. Tímto se NBS při výkonu měnové politiky snažila působit na stabilizaci inflačních očekávání veřejnosti. Zároveň se tak snažila ovlivnit přelévání cenového růstu ze sektoru regulovaných cen do ostatních sektorů. NBS také v důsledku zrušení devizové pozice obchodních bank a poboček zahraničních bank upustila od administrativních nástrojů měnové politiky. Od 1. ledna 1999 se referenční měnou pro vývoj slovenské koruny stalo euro. V roce 1999 se oproti rokům předchozím výrazněji zvýšila inflace. Příčinou bylo spuštění vlny rozsáhlých cenových deregulací (zejména energie, voda, doprava, telekomunikace). A právě tyto deregulace měly 50% podíl na průměrné míře inflace (CPI).[25]

Rok 1999 byl zlomový, ve kterém zlepšení fiskálního deficitu a zejména snížení obchodního deficitu (na zhruba 5% HDP) přinesly makroekonomickou stabilizaci ekonomiky SR. Měnová politika byla orientována na stabilizaci měnového prostředí, tj. především na ovlivňování cenové stability a zabránění cenové náklady z oblasti regulovaných cen do cen ostatního zboží a služeb.[30]

Harmonizace nástrojů měnové politiky NBS s ECB v letech 2000-2008

- Strategie implicitního cílování inflace NBS v letech 2000-2004

Rok 2000 přinesl přechod na kvalitativně řízení měnové politiky NBS. Od února začátek nové etapy měnové politiky znamenal významný odklon od dosavadního řízení prostřednictvím kvantitativních veličin (průběžných) k využívání tržních nástrojů ovlivňování mezibankovního peněžního trhu a řízení prostřednictvím stanovování úrokových sazeb bankovní radou NBS, čímž se měnová politika stala pružnější. NBS v souladu s přechodem na implicitní inflační cílení a střednědobé záměry v oblasti harmonizace a postupné konvergence výkonu a nástrojů měnové politiky NBS se standardy používanými v ECB začala využívat v rostoucí míře kvalitativní nástroje řízení. Podnětem pro změnu bylo zejména extrémní kolísání úrokových sazeb v letech 1993-1999, kdy vhodné podmínky nastaly až po odstranění hlavního rizika takového kroku, po snížení volatility směnného kurzu.[30]

Zaměření měnové politiky na vývoj inflace se zvýraznilo i novelou zákona o NBS z roku 2001, kdy byl hlavní cíl udržování měnové stability nahrazen cílem udržování cenové stability. NBS pokračovala ve změnách měnových nástrojů a rozhodla s účinností od ledna o snížení sazeb PMR ze 6,5 % na 5 % (zároveň o jejím postupném každoročním snížení o 1 % až na úroveň 2 % v roce 2004). Perioda vyhodnocování PMR se změnila z 2 týdnů na 1 měsíc. Současně NBS od ledna 2002 eliminovala využívání administrativních nástrojů ve

prospěch standardizovaných (zrušila poskytování Lombardní úvěru a směnečných obchodů) a stanovila diskontní sazbu stejnou jako vyhlášována limitní sazba NBS pro dvoutýdenní REPO tendry s bankami.[30]

Výkon měnové politiky NBS se realizoval zejména prostřednictvím standardních operací na volném trhu, jejichž sazby po přechodu na kvalitativně řízení měnové politiky představovaly vyhlášené (klíčové) úrokové sazby NBS. Klíčové úrokové sazby představovaly hlavní nástroj NBS ve vztahu ke střednědobému cíli, jejich změnou reagovala centrální banka na identifikované ekonomické nerovnováhy a odchylky očekávaného vývoje inflace od stanoveného cíle. Znamenaly stanovení ceny pro obchody s bankami na domácím mezibankovním peněžním trhu, ale i určitý signál pro veřejnost o vývoji inflace očekávané NBS. V červenci 2003 vláda ČR projednala společný materiál MF SR a NBS "Strategii přijetí eura" a schválila "Společné prohlášení Vlády SR a NBS k postupu při vstupu do eurozóny", kde se zavázala, že udělá vše pro úspěšnou realizaci nezbytných reforem a zavedení eura na Slovensku v letech 2008 až 2009.[30]

V květnu 2004 se SR stala členem Evropské unie a NBS se začlenila do Evropského systému centrálních bank. Podpisem přístupové smlouvy se SR stala členem hospodářské a měnové unie jako členský stát, na který se vztahuje výjimka (status členského státu s odchylkou), čili přijala závazek stát se v budoucnosti členem měnové unie. V září vláda schválila společný materiál MF SR a NBS "konkretizaci strategie přijetí eura v SR", kde se konstatovalo, že zavedení eura je reálné v roce 2009.[30]

- Strategie cílování inflace v podmínkách ERM II v letech 2005-2008

Načasování integračních ambicí SR představovalo pro měnovou politiku NBS vymezení časového rámce, v němž byla zodpovědná za splnění inflačního a kurzového maastrichtského kritéria. Proto v měnovém programu NBS do roku 2008 z prosince 2004 definovala rámec provádění měnové politiky ve střednědobém horizontu jako inflační cílení v podmínkách ERM II. Základní kotvou měnové politiky NBS konzistentně se závazky vyplývajícími z členství v EU, záměrem vytvářet podmínky pro přijetí společné měny euro a se závazky vlády v oblasti snižování fiskálního deficitu, bylo stanovení cílové hodnoty meziroční inflace měřené indexem spotřebitelských cen (HICP) pod 2,5 % k prosinci 2006 a pod 2,0 % k prosinci 2007 a 2008, tak, aby bylo splněno maastrichtské kritérium na bázi průměrné dvanáctiměsíční inflace. Stanovená hodnota inflace k prosinci 2005 na úrovni 3,5 % ± 0,5 % měla stejnou povahu cíle. Inflační cíle představovaly jednoznačný závazek, kterému NBS podřídila výkon měnové politiky. Nezbytnou podmínkou dosažení inflace v cílovém pásmu

byla koordinace fiskální a měnové politiky. Odklon od avizované trajektorie konsolidace veřejných financí, zavádění dodatečných administrativních opatření a změn nepřímých daní, představoval faktory mimo působení měnové politiky a podstatná rizika ovlivňující splnění cíle inflace ve stanoveném rozmezí. Přechod NBS na inflační cílení v roce 2005 znamenal kromě využití úrokových sazeb jako měnově-politického nástroje centrální banky orientaci ve větší míře na formování inflačních očekávání veřejnosti jako dalšího nepřímého, ale silného nástroje ovlivňujícího vývoj inflace. Přinesl také využívání čtvrtletního střednědobého predikčního modelu v prognostickém procesu, prezentace první střednědobé predikce proběhla v dubnu 2005.[30]

V červenci 2005 byl přijat Národní plán zavedení eura na Slovensku. Dne 25. listopadu 2005 vstoupila slovenská koruna do Mechanismu směnných kurzů ERM II, kde centrální parita koruny vůči euru byla stanovena na úrovni 1 euro = 38,4550 Sk, přičemž mohla využívat standardní flukтуаční pásmo $\pm 15\%$ kolem centrální parity. Členství v ERM II a stanovení centrální parity přispěly ke stabilizaci kurzového vývoje slovenské koruny a nominální konvergenci. Při vstupu do ERM II se Slovensko zavázalo nadále provádět zdravou fiskální politiku a podporovat takový vývoj mezd, který bude v souladu s růstem produktivity. V březnu 2007 se na žádost Slovenska s účinností od 19. 3. revalvovala centrální parita slovenské koruny v ERM II na úroveň 1 euro = 35,4424 Sk.[30]

V květnu 2008 Konvergenční zpráva Evropské komise konstatovala, že Slovensko splňuje kritéria pro přijetí eura a centrální parita slovenské koruny v ERM II revalvovala o 17,6472 %, byla stanovena na úrovni 1 euro = 30,1260 Sk. V červnu zasedání Rady EU pro ekonomické a finanční otázky doporučilo vstup SR do eurozóny k 1. lednu 2009 a později Rada Evropské unie definitivně potvrdila přijetí SR do eurozóny. V červenci Rada Evropské unie na úrovni ministrů financí členských států Evropské unie stanovila neodvolatelný přepočítací koeficient mezi eurem a slovenskou korunou (konverzní kurz) na úrovni 1 euro = 30,1260 Sk. Slovenská republika se dnem 1. ledna 2009 stala v pořadí 16. zemí eurozóny. [30]

5.3.2 Měnová politika Evropské centrální banky od roku 2009

Eurosystem, na území SR zastoupen Národní bankou Slovenska, je monopolním dodavatelem tzv. měnové báze, kterou tvoří oběživo a bankovní rezervy. To umožňuje centrální bance stanovit podmínky, za kterých si banky od ní půjčují peníze. Tím následně ovlivňuje podmínky, za nichž banky vzájemně obchodují na peněžním trhu a podmínky (zejména úrokové sazby), za kterých komerční banky půjčují peníze podnikům

a obyvatelstvu. Změny podmínek půjčování peněz mění chování podniků a obyvatelstva a určují vývoj cen a objemu produkce zboží a služeb. Měnová politika ECB je založena na dvou pilířích, které pomáhají dosáhnout základního cíle, kterým je udržení cenové stability, kvantifikované jako meziroční změna HICP méně než, ale blízko k 2% ve střednědobém horizontu. Dvěma pilíři měnové politiky jsou měnová analýza a ekonomická analýza. ECB tak v zájmu udržení cenové stability sleduje, jak se vyvíjí objem peněz v ekonomice, nazývaný M3 (tj. vklady a oběživo) a jaký je výhled makroekonomického vývoje a jeho vliv na inflaci. [30]

Úspěšnost udržení cenové stability úzce souvisí s očekáváním. Pro správný vývoj očekávání je velmi důležitá komunikace centrální banky s okolím. Prohlášení prezidenta ECB a členy Rady guvernérů formují očekávání o dalším vývoji hospodářské a měnové situace a mohou mít okamžitý vliv na směnný kurz eura a tržní úrokové sazby. Očekávání o budoucím vývoji také ovlivňují mzdové vyjednávání nebo to, jak firmy určí ceny svých výrobků a služeb. Z hlediska provádění měnové politiky je stejně důležité mít přehled nejen o dosavadním, ale i o budoucím hospodářském a měnovém vývoji. Národní banka Slovenska se jako řádný člen Eurosystemu podílí na společném prognostický procesu. Prognostický proces v rámci ECB reprezentují dvě predikce za rok, další dvě predikce vypracovává NBS mimo predikční proces ECB. [30]

Transmisní mechanismus je prostředek, kterým rozhodnutí měnové politiky ovlivňují reálnou ekonomiku obecně a zejména cenovou hladinu. Charakterizují jej dlouhé, proměnlivé a nejisté časové prodlevy. Je tudíž obtížné předpovědět přesně účinek opatření měnové politiky na hospodářství a cenovou hladinu.[17]

Když centrální banka poskytne bankovnímu systému finanční prostředky, účtuje si za to úrok. Jelikož je centrální banka monopolním emitentem peněz, může řídit pohyb krátkodobých úrokových sazeb.

Změny oficiálních úrokových sazeb:

- přímo ovlivňují úrokové sazby v bankách a na peněžním trhu a nepřímo ovlivňují úrokové sazby z půjček a vkladů, které banky nabízejí svým klientům,
- ovlivňují očekávání – a očekávání budoucích oficiálních úrokových sazeb ovlivňuje střednědobé a dlouhodobé úrokové sazby,

- mají vliv na ceny aktiv (např. kurzy na akciových trzích) a směnný kurz. Změny směnného kurzu mohou ovlivnit inflaci přímo, tzn., že ceny dováženého zboží mohou vzrůst,
- ovlivňují rozhodování domácností a podniků o úsporách a investicích. Např. vyšší úrokové sazby často odrážejí hospodářské subjekty od přijímání úvěrů,
- ovlivňují nabídku úvěrů. Např. vyšší úrokové sazby mohou domácnostem a podnikům ztěžovat splácení svých úvěrů. Banky mohou snížit objem prostředků, které jim půjčují, což má dopad na spotřebu a investice,
- vedou k pohybu agregátní poptávky a cen. Změna spotřeby a investic pozmění úroveň domácí poptávky po zboží a službách ve vztahu k domácí nabídce. Když poptávka převyšuje nabídku, objeví se pravděpodobně cenové tlaky,
- ovlivňují nabídku úvěrů bankám. Změna oficiálních úrokových sazeb může různými způsoby ovlivnit mezní náklady bank na vnější financování v závislosti na úrovni vlastních zdrojů bank nebo bankovního kapitálu.[17]

Měnová politika centrální banky ovlivňuje ekonomiku přes různé kanály (úrokový kanál, úvěrový kanál, kanál směnného kurzu a kanál bohatství) a tento proces se nazývá transmisní mechanismus měnové politiky. Vezměme si příklad zvýšení oficiálních úrokových sazeb. Tento krok ze strany centrální banky způsobí zvýšení nákladů na půjčování si peněz pro podniky a domácnosti. Projeví se to v nižším zájmu podniků o investice a v preferenci domácností více spořit a méně spotřebovávat v daném čase. Jelikož se zvýší náklady na kapitál, na trhu aktiv dojde k poklesu hodnoty a domácnosti omezí spotřebu a firmy sníží investice. Zvýšením oficiálních úrokových sazeb dojde ke zvýšení atraktivity domácí měny a její kurz začne posilovat. Způsobí to zlevňování dovezených výrobků a služeb na úkor domácích. Tyto všechny efekty zpomalí ekonomický růst a zaměstnanost. Na druhé straně se však splní úkol centrální banky, neboť mzdy a ceny se upraví směrem dolů a inflace se dostane na cílenou hodnotu. Všechna měnová rozhodnutí v rámci Eurosystemu provádí Rada guvernérů ECB. Guvernér NBS spolurozhoduje o měnové politice a tak jako každý člen Rady guvernérů má při rozhodování jeden hlas. K nejdůležitějším rozhodnutím Rady guvernérů ECB patří rozhodnutí o výši úrokových sazeb. O výši úrokových sazeb se rozhoduje obvykle jednou za měsíc, ale Rada guvernérů může rozhodovat o úrokových sazbách kdykoliv, i mimo plánovaných zasedání. Rozhodnutí o úrokových sazbách jsou veřejně publikována. Rozhodnutí o úrokové sazbě nemusí nutně znamenat změnu sazby, Rada guvernérů může rozhodnout o ponechání úrokových sazeb na nezměněné úrovni. [30]

Profesionální prognostici ECB očekávají v eurozóně v určitých obdobích stanovenou míru inflace (Tabulka 2).

Odborníci jsou složení z finančních nebo nefinančních institucí se sídlem v Evropské unii. Výsledky jsou uvedeny v Měsíčním bulletinu ECB na čtvrtletním základě (tj. v únoru, květnu, srpnu a listopadu).[16]

Tabulka 2: Prognóza vývoje inflace vydaná ECB v srpnu 2013

Země	Aktuální kalendářní rok	Další kalendářní rok	Kalendářní rok přespříští	Jeden rok dopředu	Dva roky dopředu	Pět let dopředu
Eurozóna	1,5	1,5	1,8	1,5	1,7	2,0

Zdroj:[16]

5.4 Cílování inflace na Slovensku

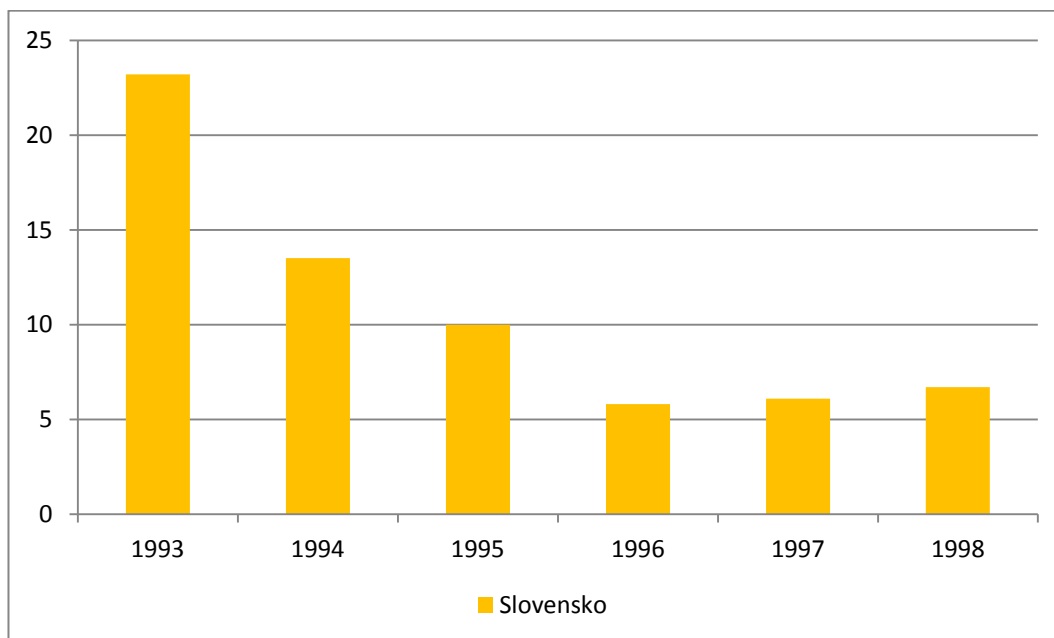
Vývoj inflace na Slovensku, jako transformující se ekonomice byl ovlivněný především postupnou liberalizací a deregulací cen energií a jejich úprav na úroveň pokrývající přiměřené náklady a průměrný zisk, změnami spotřebních daní (na minimální úroveň požadovanou dle předpisů EU), tak také zavedením jednotné sazby DPH. [31]

Skokové zvýšení cenové hladiny v roce 1993 (Tabulka 3, Obrázek 5) je přisuzováno zejména výrazné změně daňové soustavy, při níž byla původní daň z obratu nahrazena daní z přidané hodnoty, a červencové desetiprocentní devalvaci slovenské měny. I přes působení inflačních faktorů v podobě zavedení dovozní přírážky, úpravě regulovaných cen, navýšení daně z přidané hodnoty a spotřebních daní se podařilo v roce 1994 dosáhnout poměrně nízké míry inflace. Postupná dezinflace pokračovala i v následujících letech. Až do konce roku 1998 se podařilo inflaci udržovat na jednociferné úrovni. Nejnižší meziroční míry inflace 5,2 % bylo dosaženo v září 1996. Za tímto vývojem stojí pokles tempa růstu cen potravin, snížení základní sazby DPH o dva procentní body a zejména neustálé odkládání cenové deregulace.[25]

Tabulka 3: Vývoj průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1993–1998

Země	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Slovensko	23,2	13,5	10,0	5,8	6,1	6,7

Zdroj: Vlastní zpracování dle [25]



Obrázek 5: Graf vývoje průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1993–1998

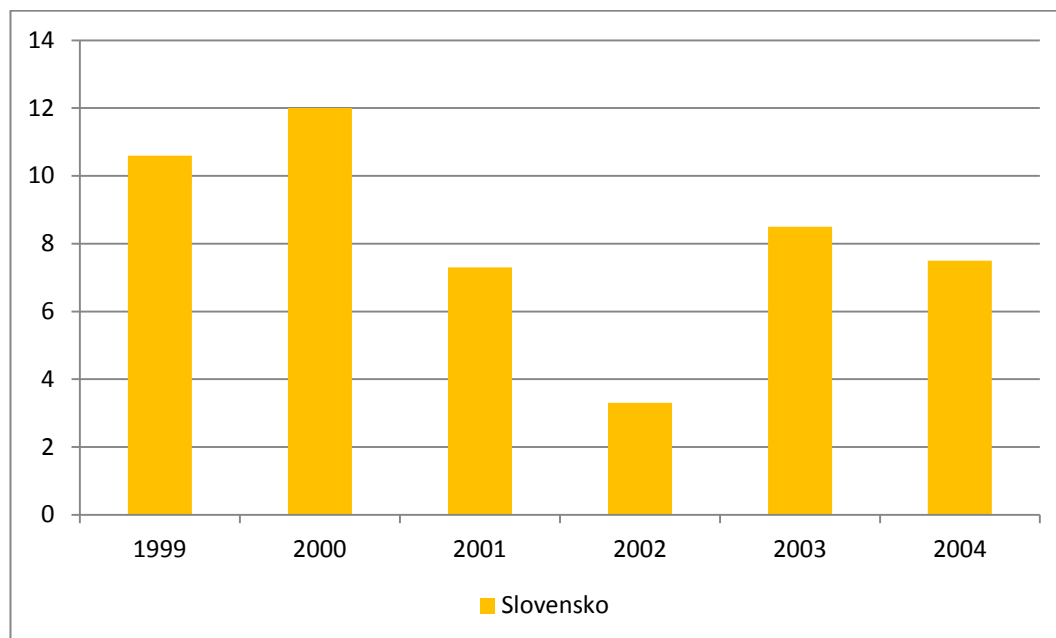
Zdroj: Vlastní zpracování dle [25]

Rok 1999 je spojen se zavedením implicitního cílování inflace. Cíl v podobě nárůstu čisté inflace byl stanoven pouze pro krátké období, a to na úrovni 5–7 % k prosinci 1999, červnový konkretizovaný měnový program upravil cíl na 6,0–7,5 %. Predikce současně počítala s hodnotou celkové inflace ke konci roku v intervalu 13,5–15,5 %. Oproti předchozím letem se inflace v roce 1999 podstatně zvýšila (Tabulka 4, Obrázek 6) V souladu se zahájením vládního makroekonomického stabilizačního programu byla spuštěna vlna rozsáhlých cenových deregulací zejména v oblasti energií, vody, dopravy a telekomunikací. Nárůst cen energií se postupně projevil i v dalších sektorech ekonomiky.[25]

Tabulka 4: Vývoj průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1999–2005

Země	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Slovensko	10,6	12,0	7,3	3,3	8,5	7,5

Zdroj: Vlastní zpracování dle [38]



Obrázek 6: Graf vývoje průměrné míry inflace měřené pomocí CPI v letech 1999–2005

Zdroj: Vlastní zpracování dle [38]

Vývoj inflace během roku 2000 byl velmi dynamický. Jelikož vláda opětovně schválila úpravy regulovaných cen energií, dopravy a také nájemného v lednu a únoru, meziroční míra inflace v prvních měsících strmě vzrostla až na 16,6 %. Na růstu inflace se rovněž podílelo zvýšení sazeb spotřebních daní. Snížení koupěschopnosti obyvatelstva a posílení konkurence v maloobchodě prostřednictvím hypermarketů se podílely na prudké dezinflaci v druhém pololetí. Meziroční míra inflace v prosinci poklesla na úroveň 8,4 %, přičemž jádrová inflace činila 4,6 %. Obě hodnoty tedy byly mírně nižší, než NBS předpokládala. Celková inflace měla klesající tendenci i v letech 2001 a 2002. Cenová liberalizace, která představovala hlavní protiinflační faktor v předchozím období, byla výrazně zmírněna. Za utlumením deregulačních aktivit vidíme zejména blížící se volby v roce 2002. Vedle zpomalení růstu cen potravin se na dezinflaci podílela prudká nominální apreciacie kurzu slovenské koruny vůči dolaru během roku 2002. V prosinci 2001 činila hodnota celkové inflace 6,5 % a o rok později 3,4 %. Současně klesala i jádrová inflace z úrovně 3,2 % na 1,9 % v prosinci 2002. Hodnoty celkové a čisté inflace byly oproti predikci centrální banky opět nižší. V roce 2002 „podstřelila“ NBS cíl v podobě čisté inflace o 1,3 %.[25]

Od roku 2003 se v cenách začala projevovat i apreciace směnného kursu. Dopad na zpomalení dynamiky spotřebitelských cen vedl i ke strukturálním změnám na maloobchodním trhu a postupné zesílení konkurence podpořené postupným příchodem obchodních řetězců.[31]

V prosinci 2004 přijala Bankovní rada Národní banky Slovenska Měnový program do roku 2008, kde si nadefinovala výkon měnové politiky jako cílení inflace v podmínkách ERM II, kde stanovila inflační cíle na roky 2005 až 2008. Inflační cíle byly stanoveny:[31]

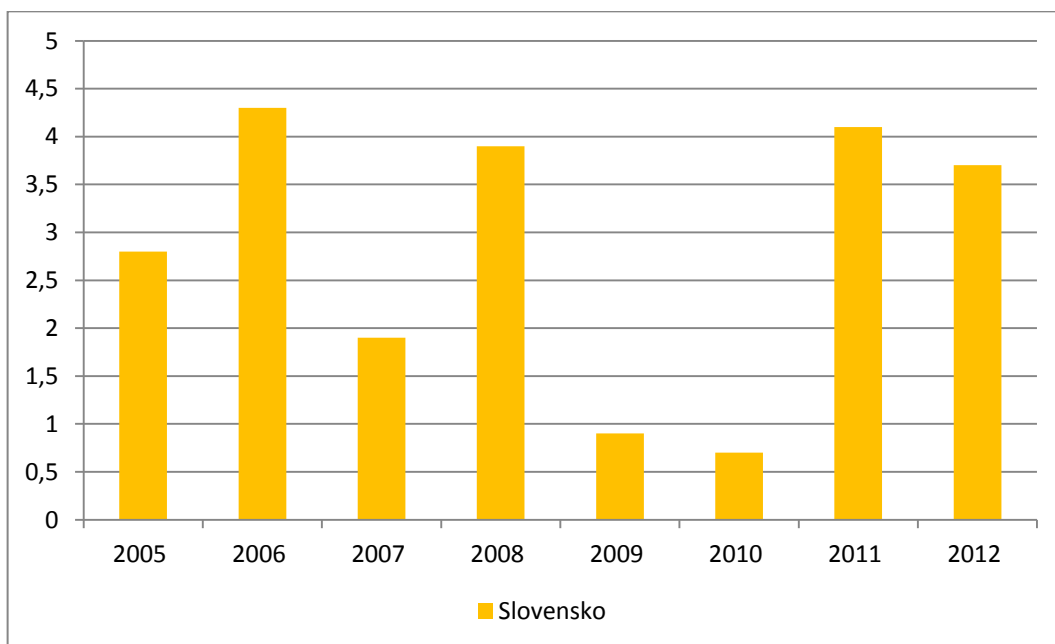
- na úroveň pod 2,5 % v prosinci 2006,
- pod 2,0 % v prosinci 2007 a 2008 tak, aby bylo splněné maastrichtské kritérium na bázi průměrné dvanáctiměsíční inflace.
- od roku 2009, kdy Slovensko vstoupilo do EMU, již cílování inflace převzala ECB. HICP se snaží držet na úrovni blízké hodnotě 2% ve střednědobém horizontu.

Z vývoje míry inflace od roku 2005 do roku 2012 (Tabulka 5, Obrázek 7), lze vidět, že inflačního cíle se podařilo dosáhnout v roce 2007. V roce 2011 je zaznamenán velký nárůst míry inflace. Při pohledu na grafické znázornění jsou patrné výrazné nepravidelné pohyby.

Tabulka 5: Míra inflace na Slovensku v letech 2005 až 2012

Země	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Slovensko	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7

Zdroj: Vlastní zpracování dle [21]



Obrázek 7: Graf znázorňující míru inflace na Slovensku v letech 2005 až 2012

Zdroj: [21]

Inflační kritérium - průměrná inflace za posledních 12 měsíců, měřená podle harmonizovaného indexu spotřebitelských cen, nesmí přesáhnout průměr tří zemí EU s nejlepšími výsledky v oblasti cenové stability o více než 1,5 procentního bodu.

Po zapojení do mechanismu směnných kursů ERM II se z pohledu měnové politiky a s ohledem na hlavní cíle - splnění maastrichtských kritérií a přijetí eura, bylo zavedení inflačního cílení úspěšné i přes to, že se v roce 2006 a 2007 nepodařilo inflační cíl dodržet. Překročení stanovených úrovní inflace bylo způsobeno faktory mimo dosah peněžní politiky, jako jsou administrativní zásahy, vývoj cen energií atd. To však spadá do výjimek inflačních cílů.[31]

6 MONETÁRNÍ POLITIKA ČESKÉ REPUBLIKY

6.1 Charakteristika země

Oficiálním názvem státu je Česká republika, která se rozkládá na 78 866 km², měla k 31. březnu 2013 10 512 782 obyvatel. K české národnosti se hlásí více než 86 % obyvatelstva, k slovenské 1,4 %, k polské 0,4 % a k německé 0,2 %.[6]

Ekonomickou charakteristiku země vyjadřují jednotlivé makroekonomické ukazatele (Tabulka 6). Je rozdělena na ukazatele reálné ekonomiky, měnové ukazatele a fiskální ukazatele v období od roku 2008 až 2012.

Tabulka 6: Vybrané makroekonomické ukazatele pro ČR

Ukazatel	Jednotka	Rok				
		2008	2009	2010	2011	2012
Ukazatele reálné ekonomiky						
Míra růstu reálného HDP	%	3,1	-4,5	2,5	1,9	-1,3
Míra nezaměstnanosti	%	4,4	6,7	7,3	6,7	7,0
Míra inflace	%	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5
Měnové ukazatele						
CZK/EUR	průměr	24,9	26,4	25,3	24,6	25,1
Běžný účet platební bilance/HDP	%	-2,1	-2,4	-3,9	-2,7	-2,5
Úrokové sazby	%	3,25	2,00	1,75	1,75	0,25
Fiskální ukazatele						
Vládní deficit (přebytek)	mld. Eur	-3,4	-8,3	-7,2	-5,1	-6,7
Vládní deficit (přebytek)/HDP	%	-2,2	-5,8	-4,8	-3,3	-4,4
Vládní dluh	mld. Eur	41,1	48,6	57,3	60,8	69,9
Dluh sektoru vlády v procentech HDP	%	28,7	34,2	37,8	40,8	45,8

Zdroj: Vlastní zpracování dle [6]

6.2 Česká národní banka

ČNB je ústřední (centrální) bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. Je zřízena Ústavou České republiky a svou činnost vyvíjí v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance a dalšími právními předpisy. Má postavení veřejnoprávního subjektu se sídlem v Praze. Jsou jí svěřeny kompetence správního úřadu v rozsahu stanoveném zákonem. Hospodaří samostatně s odbornou péčí s majetkem, který jí byl svěřen státem. Do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona. Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je bankovní rada, jejímiž členy jsou guvernér, dva viceguvernéři a čtyři

členové bankovní rady. Všechny členy bankovní rady jmenuje prezident republiky na šestileté období.[11]

Podle článku 98 Ústavy ČR a zákona č.6/1993 Sb., o ČNB, ve znění pozdějších předpisů je hlavním cílem její činnosti péče o cenovou stabilitu. Dosažení a udržení cenové stability, tj. nízkoinflačního prostředí v ekonomice, je trvalým příspěvkem centrální banky k vytváření podmínek pro udržitelný hospodářský růst. Předpokladem účinnosti měnových nástrojů vedoucích k cenové stabilitě je nezávislost centrální banky. ČNB rovněž podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády, pokud není tento vedlejší cíl v rozporu s cílem hlavním.[11]

V souladu se svým hlavním cílem ČNB určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, vykonává dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijním připojištěním, družstevními záložnami, institucemi elektronických peněz a devizový dohled. Jako ústřední banka poskytuje ČNB bankovní služby pro stát a veřejný sektor. Vede účty organizacím napojeným na státní rozpočet, kterými jsou: finanční a celní úřady, Česká správa sociálního zabezpečení, úřady práce, příspěvkové organizace, státní fondy, účty napojené na rozpočet Evropských společenství apod. Na základě pověření Ministerstva financí provádí operace spojené se státními cennými papíry. Sídlo ústředí ČNB je v Praze. Sedm regionálních poboček se nachází v Praze, Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a Ostravě.[11]

6.1 Vývoj monetární politiky, její historie a současnost

Úloha monetární politiky ČNB je právně kodifikována v ustanoveních článku 98 Ústavy ČR a § 2 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, které jí ukládají zabezpečovat především cenovou stabilitu a - pokud tím není dotčen tento hlavní cíl ČNB - podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.[12]

Podobnou úlohu mají centrální banky ve většině demokratických zemí s tržní ekonomikou. Úloha zajistit stabilitu cen v ekonomice, tj. přispět k tvorbě stabilního prostředí pro rozvoj podnikatelských aktivit, je výrazem odpovědnosti centrálních bank za udržitelný ekonomický vývoj. Nezbytným předpokladem realizace měnové politiky vedoucí k cenové stabilitě je na druhé straně nezávislost centrální banky. ČNB usiluje o plnění uvedené úlohy v rámci měnověpolitického režimu nazývaného cílování inflace. Při plnění svého cíle využívá ČNB několik měnověpolitických nástrojů.[12]

ČNB, podobně jako většina centrálních bank, se soustřeďuje především na stabilitu spotřebitelských cen. V praxi se stabilitou cen rozumí zpravidla nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst. Růst cen odpovídající cenové stabilitě by měl zahrnovat statistické vychýlení směrem nahoru, k němuž dochází při měření růstu těchto cen, a měl by také dát dostatečný prostor pro drobné změny cenových relací, k nimž v každé ekonomice s efektivním cenovým systémem neustále dochází.[12]

Vysoká a nestabilní inflace má negativní důsledky pro dynamiku hospodářského růstu. Potvrzují to dlouhodobé empirické zkušenosti z vývoje ve světové ekonomice. Vyšší inflace znehodnocuje příjmy a úspory, znamená vyšší nominální úrokové sazby a zpravidla i vyšší proměnlivost inflace, což výrazně zvyšuje její náklady. Je to dáno tím, že vyšší inflace zvyšuje nejistotu o budoucích relativních cenách i o cenové hladině, a tak domácí i zahraniční finanční trhy vyžadují vyšší rizikovou prémii jako kompenzaci za zvýšenou nejistotu. Při dlouhodobě vyšší inflaci dochází obvykle při rozhodování ekonomických subjektů k zafixování inflačních a depreciačních očekávání. V důsledku vyšší proměnlivosti inflace se investoři orientují více na krátkodobé finanční investice (spekulační aktivity) a na zajišťování se proti inflaci a naopak méně na investiční projekty v reálné ekonomice, které mají dlouhodobější horizont návratnosti. Nepředvídaná inflace způsobuje některé další ekonomické distorze, které v delším časovém horizontu snižují dlouhodobý růstový potenciál ekonomiky: redistribuuje důchod od věřitelů k dlužníkům, způsobuje deformace daňového systému a představuje skryté zatížení všech, kdo spoří a nejsou s to zabezpečit kupní sílu svých příjmů a úspor. Nevýhodou vysoké inflace jsou též vysoké úrokové sazby, které stimulují příliv krátkodobého rizikového kapitálu, který mívá řadu nepříznivých přímých i nepřímých dopadů.[12]

6.2 Cílování inflace v České republice

Při plnění své základní měnověpolitické úlohy, tj. zabezpečení cenové stability, volí centrální banka jeden z několika možných měnověpolitických režimů. Jak již bylo řečeno, čtyřmi základními typy těchto režimů jsou režim s implicitní nominální kotvou, cílování peněžní zásoby, cílování měnového kurzu a cílování inflace.

V prosinci 1997 rozhodla bankovní rada České národní banky o změně režimu měnové politiky a počínaje rokem 1998 přešla k cílování inflace. Přejít k novému režimu měnové politiky nebyl změnou její úlohy, ale pouze způsobu, jakým je tato úloha plněna.[7]

Významnými rysy cílování inflace je střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů. Bankovní rada ČNB

při svém měnověpolitickém rozhodování posuzuje nejnovější prognózu ČNB a vyhodnocuje rizika nenaplnění této prognózy. Na základě těchto úvah pak Bankovní rada hlasuje o tom, zda a jak by se mělo změnit nastavení měnověpolitických nástrojů. Změnami těchto nástrojů se centrální banka snaží kompenzovat excesivní inflační, resp. deflacionární tlaky, které vychylují budoucí inflaci mimo inflační cíl resp. toleranční pásmo kolem tohoto cíle. Například zvýšení repo sazby vede prostřednictvím tzv. transmisního mechanismu obvykle k oslabení agregátní poptávky, které má za následek oslabení cenového růstu (Obrázek 1). Snížení repo sazby má na inflaci obvykle opačný dopad. Pokud centrální banka očekává, že v budoucnu budou převažovat inflační vlivy vychylující inflaci nad cílovanou hodnotu, je to signál, že měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že repo sazba by měla být zvýšena.[7]

Inflační vývoj, resp. očekávaný inflační vývoj může být ovšem důsledkem působení mimořádných šoků zpravidla na straně nabídky, jejichž inflační resp. deflacionární projevy za určitou dobu odezní, takže úsilí tyto projevy zcela eliminovat změnami nastavení měnověpolitických nástrojů by zbytečně krátkodobě rozkolísávalo ekonomiku. Pokud se prognóza inflace v důsledku zmíněných šoků pohybuje po jistou dobu mimo toleranční pásmo inflačního cíle, je to v režimu cílování inflace obvykle považováno za výjimku z úkolu centrální banky zajistit vývoj inflace poblíž inflačního cíle. ČNB - stejně jako řada jiných centrálních bank cílujících inflaci - uplatňuje tuto praxi a v odůvodněných situacích pracuje s tzv. výjimkami ze závazku plnit inflační cíl.[7]

Existuje několik typů stanovení inflačních cílů v ČR:

- Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci (Tabulka 7).

Tabulka 7: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci

Pro rok	Ve výši	Plnění k měsíci	Stanoven
1998	5,5 - 6,5 %	prosinec 1998	prosinec 1997
1999	4 - 5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5 - 5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2 - 4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1 - 3 %	prosinec 2005	duben 1999

Zdroj:[7]

Čistá (měnověpolitická) inflace je inflace, na kterou reaguje měnová politika. Je definována jako celková inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. Změny výše a struktury sazeb nepřímých daní jsou specifickým typem exogenního šoku, na který ČNB uplatňuje výjimku z plnění inflačního cíle. Většina dosavadních úprav nepřímých daní souvisela s členstvím ČR v Evropské unii a s nutností harmonizace nepřímých daní. Jednotlivé kroky harmonizačních úprav jsou dopředu avizovány a prognóza ČNB s nimi počítá. Primární dopad změn nepřímých daní je odečítán z celkové inflace od července 2003, kdy byl vliv daní na prognózu inflace poprvé významný. ČNB reaguje tak, aby se takto očištěná inflace v horizontu měnové politiky pohybovala v blízkosti inflačního cíle s přihlédnutím k vývoji reálné ekonomické aktivity a ke stabilitě na finančních trzích.[13]

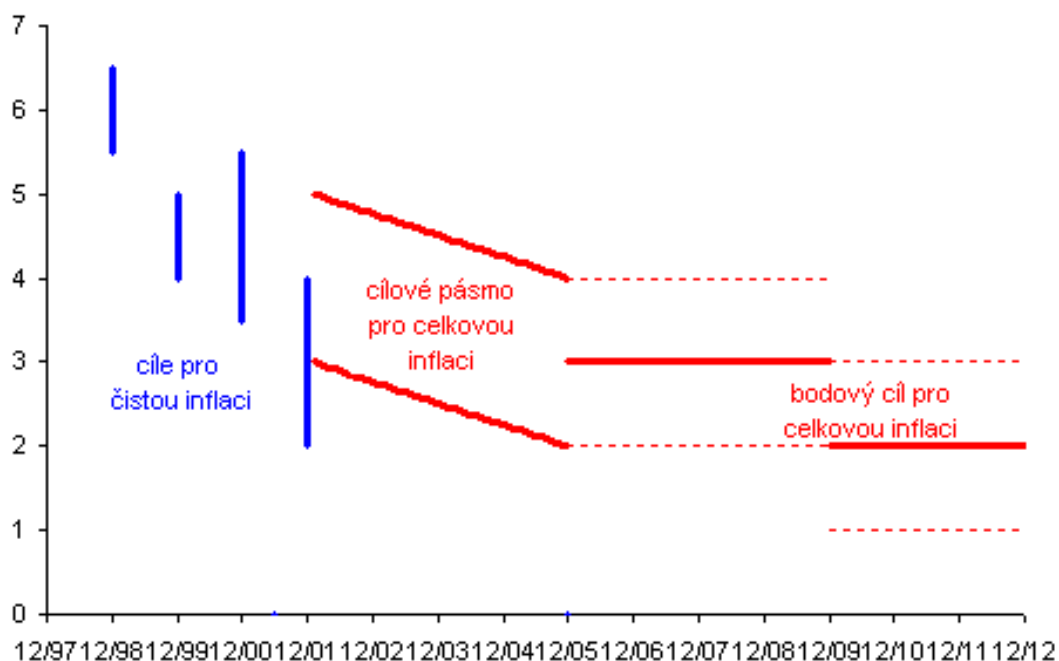
- Cílové pásmo stanovené v celkové inflaci v období leden 2002 - prosinec 2005 (Tabulka 8).

Tabulka 8: Inflační cíle ČNB stanovené v celkové inflaci

	Pro měsíc	Ve výši	Plnění k měsíci	Stanoveno
Začátek pásma	leden 2002	3 - 5 %	leden 2002	duben 2001
Konec pásma	prosinec 2005	2 - 4 %	prosinec 2005	duben 2001

Zdroj:[7]

- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 3 % platný od ledna 2006 do prosince 2009. ČNB zároveň usiluje o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.
- Inflační cíl v celkové inflaci ve výši 2 % platný od ledna 2010 do přistoupení ČR k eurozóně. ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Obrázek 8 graficky znázorňuje použití inflačního cíle v čisté i celkové inflaci.



Obrázek 8: Inflační cíle ČNB

Zdroj:[7]

V prvním období cílování inflace používala Česká národní banka jako hlavní analytický i komunikační ukazatel inflace tzv. čistou inflaci. Střednědobý inflační cíl České národní banky pro konec roku 2000 byl vyhlášen současně s oznámením přechodu k cílování inflace, tj. v prosinci roku 1997. Centrální banka se jím zavázala působit měnovými nástroji tak, aby se čistá inflace pohybovala na konci roku 2000 v meziročním vyjádření v intervalu 3,5 - 5,5%. Aby lépe ukotvila inflační očekávání, ČNB vyhlásila zároveň inflační cíl pro konec roku 1998, a to v čisté inflaci v intervalu 5,5 - 6,5%. V listopadu 1998 byl stanoven krátkodobý cíl v čisté inflaci pro konec roku 1999 v intervalu 4 - 5%. V rámci Dlouhodobé měnové strategie zveřejněné v dubnu 1999 byl formulován dlouhodobý cíl tzv. cenové stability v čisté inflaci pro konec roku 2005 v intervalu 1 - 3% a v dubnu 2000 byl stanoven cíl pro konec roku 2001. V dubnu 2001 bylo rozhodnuto o přechodu k cílování celkové inflace (tj. přírůstku indexu spotřebitelských cen) a k vyjádření cílové trajektorie v celkové inflaci pomocí průběžného pásma. Pro období leden 2002 - prosinec 2005 bylo vyhlášeno pásmo, které začínalo v lednu 2002 na úrovni 3 - 5 % a končilo v prosinci 2005 na úrovni 2 - 4 %. Pro období od ledna 2006 byl vyhlášen inflační cíl ve výši 3 % s tolerančním pásmem ve výši jednoho procentního bodu oběma směry. V březnu 2007 byl vyhlášen nový inflační cíl ve výši 2 % platný od ledna 2010 s tím, že ČNB bude stejně jako doposud usilovat o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany.[7]

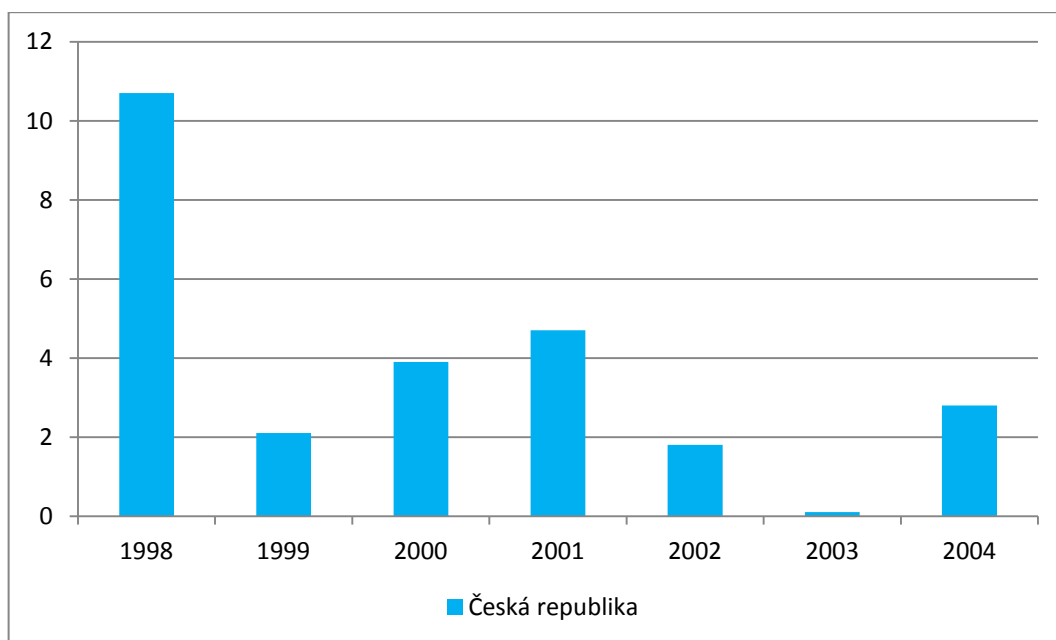
ČNB při posuzování vývoje inflace vychází ze statistických dat publikovaných Českým statistickým úřadem (ČSÚ). Hodnoty inflace, z nichž vychází provádění i zpětné hodnocení měnové politiky ČNB v režimu cílování inflace, jsou publikovány institucí nezávislou na ČNB. Toto uspořádání zvyšuje kredibilitu inflačního cílování.[7]

Obrázek 9 uvádí míru inflace v České republice v letech 1998 až 2004, kdy ČNB přešla na cílování inflace. Obrázek 9 je zřejmé, že vysokou inflaci v roce 1998 se tímto způsobem podařilo výrazně snížit.

Tabulka 9: Míra inflace v České republice v letech 1998 až 2004

Země	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Česká republika	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8

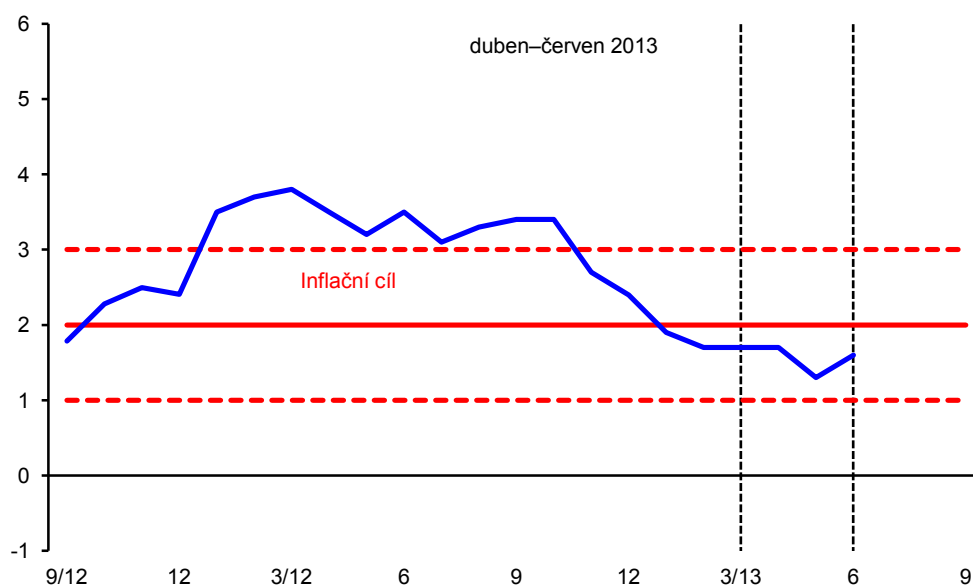
Zdroj:[6]



Obrázek 9: Graf míry inflace v České republice v letech 1998 až 2004

Zdroj:[6]

Obrázek 10 ukazuje vývoj inflace společně se stanoveným inflačním cílem, a jak je v poslední době inflační cíl plněn. Celková inflace se ve druhém čtvrtletí 2013 nacházela pod cílem ČNB.



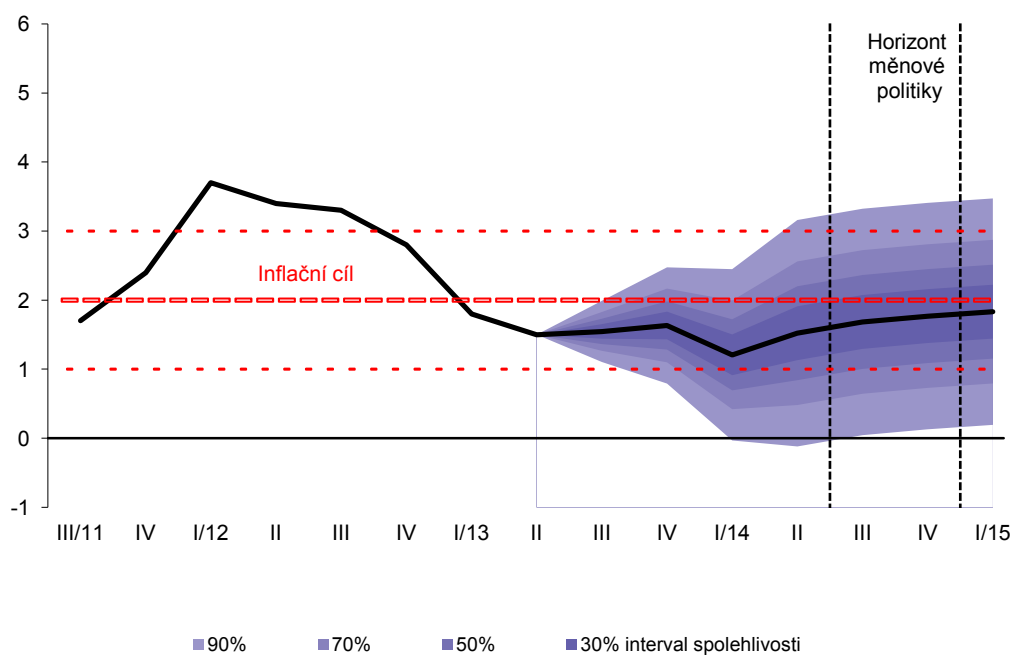
Obrázek 10: Plnění inflačního cíle

Zdroj: [13]

V režimu cílování inflace hraje významnou roli komunikace centrální banky s veřejností. Jedním ze základních prvků této komunikace je vydávání čtvrtletní Zprávy o inflaci. Pro rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je nejvíce relevantní prognóza inflace v tzv. horizontu měnové politiky (vzdáleném zhruba 12–18 měsíců v budoucnosti). Zpráva o inflaci, vydávanou ČNB popisuje prognózu budoucího vývoje české ekonomiky. Smyslem zveřejňování prognózy a jejích předpokladů je učinit měnovou politiku co nejvíce transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a proto důvěryhodnou. Česká národní banka vychází z přesvědčení, že důvěryhodná měnová politika efektivně ovlivňuje inflační očekávání a minimalizuje náklady při zabezpečování cenové stability. Udržování cenové stability je přitom hlavním posláním České národní banky.[10]

Prognóza představuje klíčový, avšak nikoliv jediný, vstup do rozhodování bankovní rady. Na svých zasedáních během daného čtvrtletí bankovní rada diskutuje aktuální prognózu a bilanci jejích rizik a nejistot. Příchod nových informací od sestavení prognózy, možnost asymetrického vyhodnocení rizik prognózy či odlišná představa některých členů bankovní rady o vývoji vnějšího prostředí či o vazbách mezi různými ukazateli uvnitř české ekonomiky způsobují, že konečné rozhodnutí bankovní rady nemusí odpovídat vyznění prognózy.

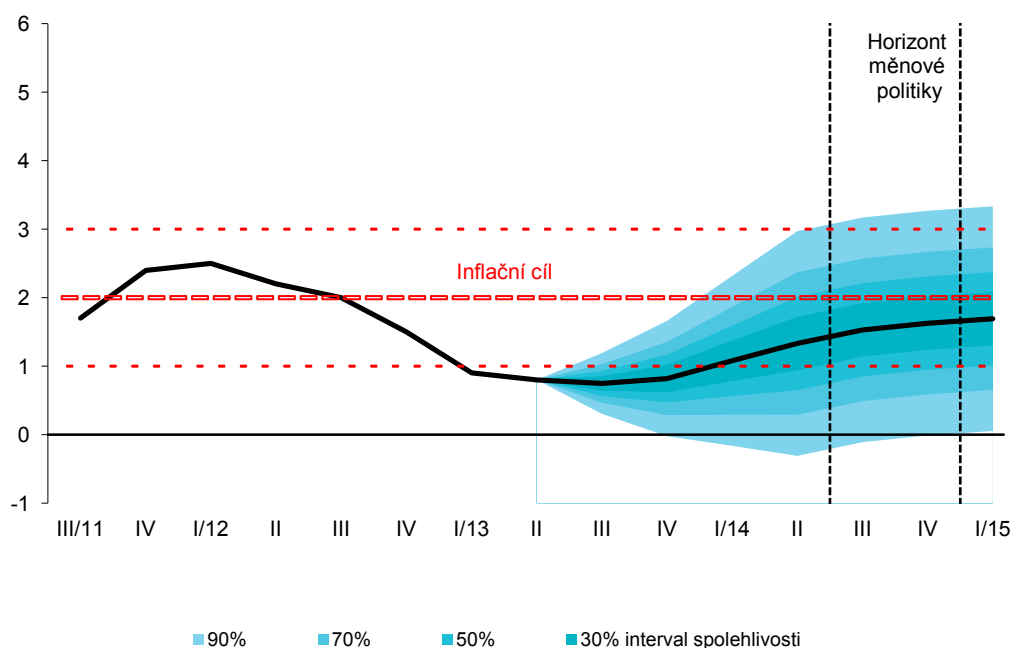
Obrázek 11 znázorňuje, jak by se podle očekávání ČNB, měla míra inflace v České republice vyvíjet do budoucna. Celková inflace se bude letos pohybovat pod 2% cílem ČNB, a to i přes zvýšení nepřímých daní. Po dalším snížení počátkem roku 2014 zvolna poroste.[10]



Obrázek 11: Prognóza celkové inflace

Zdroj: [13]

Měnověpolitická inflace (Obrázek 12) se v letošním roce bude nacházet pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle, na horizontu měnové politiky se bude pozvolna navracet směrem k cíli.



Obrázek 12: Prognóza měnověpolitické inflace

Zdroj: [13]

V určitých situacích, kdy by naopak cílování inflace mělo za následek nežádoucí vlivy, je nutné využít tzv. „výjimky z plnění inflačního cíle“.[8]

K potřebě uplatňovat výjimky z plnění inflačního cíle vedou v režimu cílování inflace velké nárazové změny exogenních faktorů (jedná se zejména o šoky na straně nabídky), jež jsou zcela či ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky centrální banky. Snaha udržet inflaci v cíli by za těchto okolností mohla vyústit v nežádoucí výkyvy hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. Pokud takový šok odchýlí předpokládanou inflaci od cíle, ČNB na jeho primární dopady nereaguje. Využije výjimky ze svého závazku plnit inflační cíl a akceptuje takto způsobené přechodné odchýlení prognózy a následně i budoucí inflace od cíle. Šoků, které vytvářejí prostor pro uplatnění takovéto výjimky, může být celá řada. Jedním z takových šoků jsou úpravy nepřímých daní.[8]

Bankovní rada ČNB při svém měnově politickém rozhodování posuzuje nejnovější prognózu ČNB a vyhodnocuje rizika nenaplnění této prognózy. Například zvýšení repo sazby vede prostřednictvím transmisního mechanismu obvykle k oslabení agregátní poptávky, které má za následek oslabení cenového růstu. Snížení repo sazby má na inflaci obvykle opačný

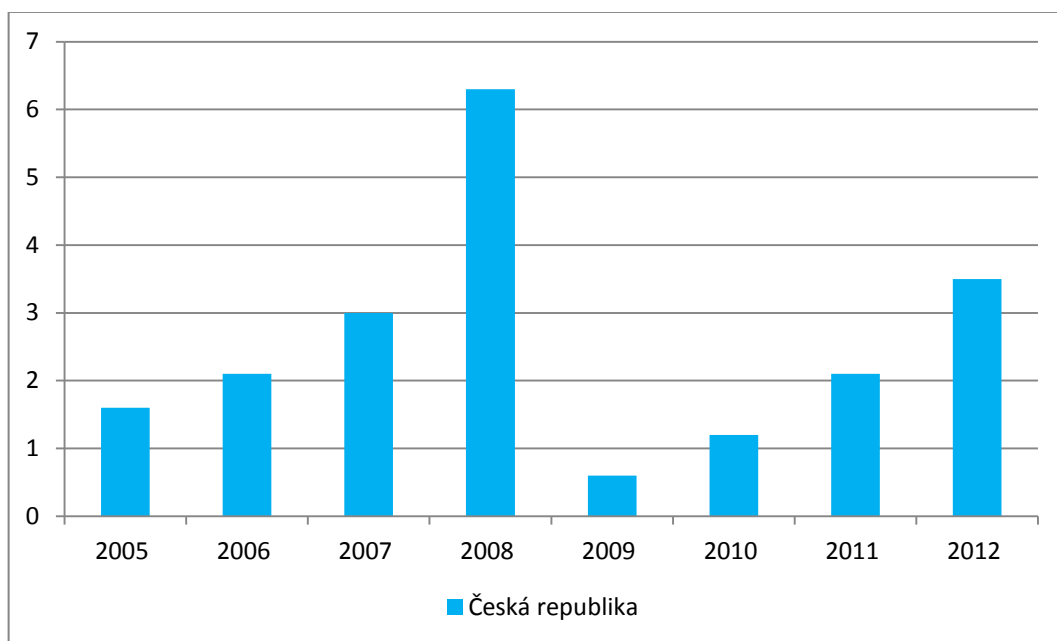
dopad. Pokud centrální banka očekává, že v budoucnosti budou převažovat inflační vlivy vychylující inflaci nad cílovanou hodnotu, je to signál, že měnová politika by měla být restriktivnější, tj. že repo sazba by měla být zvýšena.[7]

Obrázek 13 umožňuje porovnat inflaci v ČR v jednotlivých letech, kde můžeme vidět, že inflačního cíle, stanoveného ČNB se v letech 2005 až 2007 dařilo dosáhnout. Rok 2008 byl pro světovou ekonomiku zlomovým, nastala finanční krize a inflace se vyšplhala o více než dvojnásobek z předchozího roku na 6,1 %. V roce 2009 se míra inflace naopak velice snížila, důvodem byla skepse obyvatel ČR, kteří přestali utrácet, ceny zboží a služeb nemohly stoupat pro zajištění dostatečného odbytu. Od roku 2009 se postupně míra inflace opět zvedá, ale stále v rámci cíle. Rok 2012 se již vymyká cílování inflace s hodnotou 3,5 %. Příčinou růstu cen je především zvyšování sazby DPH z 10 % na 14 %, která se vztahuje na potraviny. Kromě toho zdražují také dovážené potraviny a energie, které se promítají do cen potravin. Ceny potravin se podle Zprávy o stavu zemědělství za rok 2012 od Ústavu zemědělské ekonomiky a informací zvyšovaly skoro dvojnásobně než ceny potravinářských výrobců. Pro přesnost jsou uvedeny hodnoty inflace v jednotlivých letech (Tabulka 10).

Tabulka 10: Míra inflace v ČR v letech 2005 až 2012

Země\Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Česká republika	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5

Zdroj: Vlastní zpracování dle [21]



Obrázek 13: Graf znázorňující míru inflace v ČR v letech 2005 až 2012

Zdroj: [21]

7 KOMPARACE VÝVOJE INFLACE A JEJÍ CÍLOVÁNÍ VE VYBRANÝCH ZEMÍCH EU

Nyní bude přistoupeno k porovnání inflačního vývoje uvedených států v předchozích letech, na kterou se lze podívat z různých úhlů. Nejdříve je pojednáno o vlivu inflace na investiční prostředí. Dále se porovná míra inflace v zemích EU a inflační cíle ve světě. V závěru této kapitoly budou vyhledány extrémní hodnoty míry inflace ve státech i mimo EU. Pro srovnání míry inflace s ostatními evropskými zeměmi, byl použit výpočet provedený pomocí harmonizovaného indexu spotřebitelských cen.

7.1 Porovnání vývoje inflace a její vliv na investiční prostředí

V historii České republiky i Slovenska se několikrát odehrál podobný scénář – současný růst inflace. Řešení tohoto problému bylo ale odlišné.

Tabulka 11 obsahuje míru inflace v jednotlivých zemích. Obrázek 14 zachycuje vývoj inflace v letech 2005 až 2012 ve vybraných zemích. Inflace v České republice se zvyšovala postupně. Nejvyšších hodnot dosahovala v roce 2008. Následující rok výrazně klesla a od roku 2009 tedy opět můžeme zaznamenat její kontinuální růst. ČNB není závislá na měnové politice ECB, proto v případě odchýlení inflace od cílované hodnoty může hned podniknout potřebné kroky ke změně nastavení nástrojů monetární politiky a ovlivnit tak vývoj operativního kritéria - krátkodobou úrokovou míru. Takové prostředí lze pro investory považovat za vhodné. ČNB tedy svým jednáním podporuje investování v ČR.

Naopak tomu je na Slovensku, pokud se podíváme na poslední vývoj inflace, zaznamenáme zde nepravidelné meziroční skoky v míře inflace. Investoři takové prostředí opouští a hledají stabilnější měnověpolitickou situaci v zahraničí. Vliv na tuto situaci má od roku 2009 ECB, která převzala úlohu cílování inflace vstupem Slovenska do EMU. V případě, že se inflace na Slovensku vyšplhá příliš vysoko, NBS musí požádat ECB o kroky vedoucí ke snížení inflace. ECB o tomto kroku musí nechat hlasovat všechny členské státy EMU a až na základě těchto výsledků ECB rozhodne, zda bude zasahovat, či nikoliv.

Vyšší míra inflace znamená zvyšování nejistoty podniků ohledně svých investic. Stejný vliv na chování investorů má i kolísavost inflace v jednotlivých letech. Investoři potřebují provádět své operace tak, aby dosahovali požadovaného zisku.

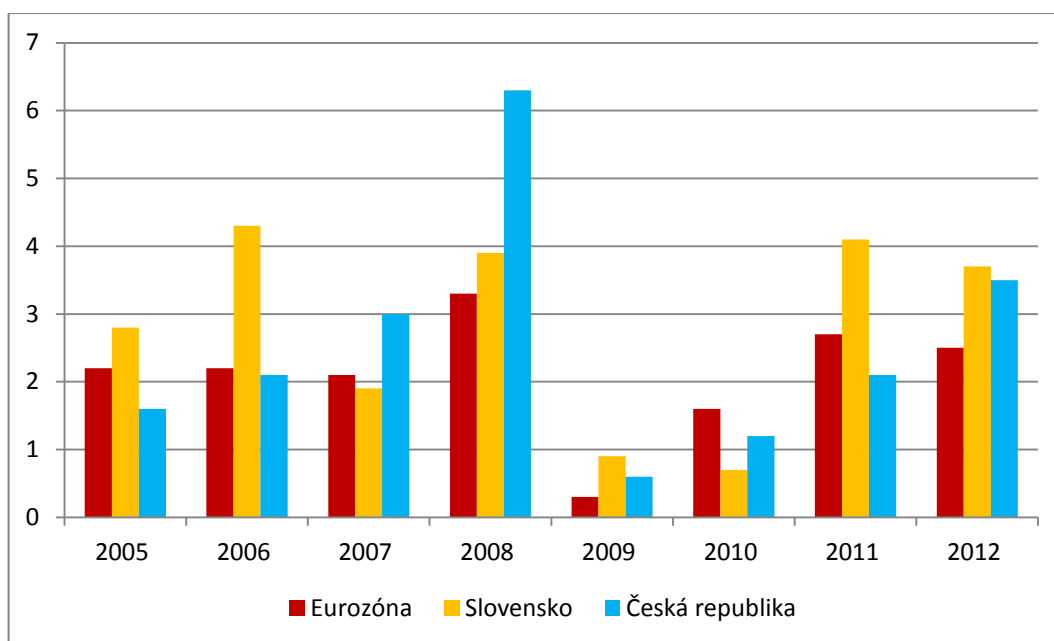
Tabulka 12, Obrázek 15 popisují vývoj investic v tuzemsku. Po vstupu Slovenska do EMU lze zaznamenat jejich pokles oproti České republice. Za tento fakt pravděpodobně může kromě jiného i právě vývoj inflace (Obrázek 14).

Obrázek 14 znázorňuje následující skutečnost. V letech 2008, 2009 a 2012 se Česká republika a Slovensko pohybovalo se svou mírou inflace nad průměrem států EMU.

Tabulka 11: Míra inflace v eurozóně, na Slovensku a v ČR v letech 2005 až 2012

Země	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Eurozóna	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5
Slovensko	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7
Česká republika	1,6	2,1	3,0	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5

Zdroj: Upraveno podle [21]



Obrázek 14: Graf srovnání míry inflace eurozóny, Slovenska a České republiky

Zdroj: Upraveno podle [21]

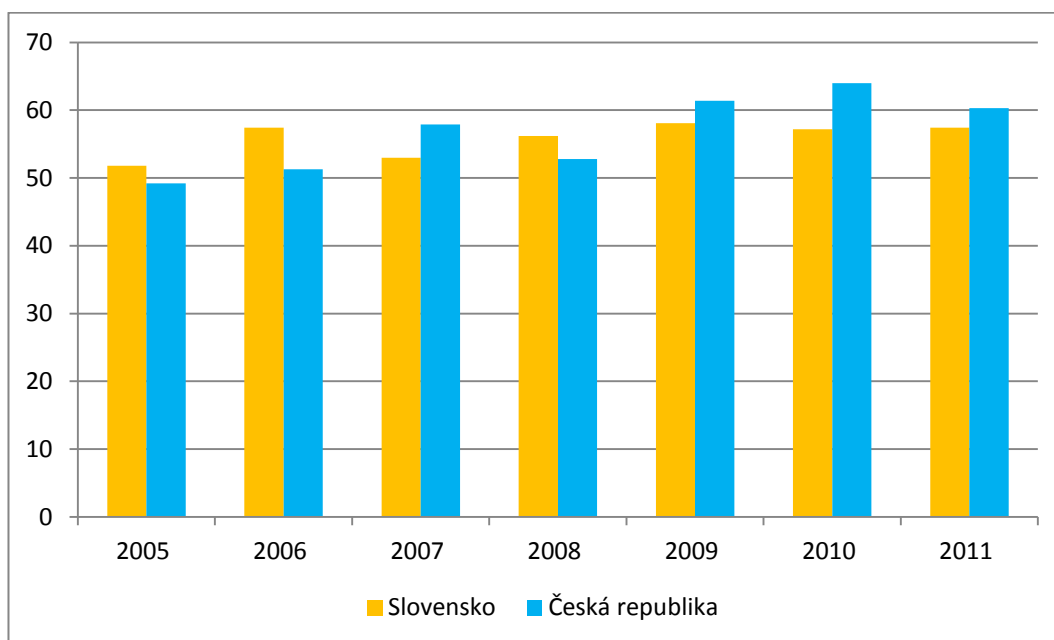
Nyní je nutné zaměřit se na období po roce 2009, kdy je Slovensko již členem EMU a nemůže ovlivnit svůj vývoj míry inflace. V roce 2009 je průměrná míra inflace v eurozóně velmi nízká, ECB musí tedy intervenovat pro dosažení inflačního cíle. Slovenská míra inflace se v tomtéž roce pohybuje nad úrovní průměru eurozóny. V roce 2010 je situace přesně opačná, Slovenská míra inflace je zhruba poloviční. V této situaci potřebuje ECB intervenovat na zvýšení inflace, což i Slovensko potřebuje. Následující rok 2011 je ale zaznamenán vysoký nárůst míry inflace u Slovenska až o 3,4 %. Tak velký skok je pro investory a jejich záměry zarážející a toto nestabilní prostředí opouštějí. Slovensko je nyní výrazně nad průměrem eurozóny. A potřebuje, aby ECB opět podnikla kroky ke snížení inflace. Ale proč by tento krok prováděla, když míra inflace ve velkých ekonomikách jako je Německo nedosahuje takových hodnot (Tabulka 14).

Problémem EMU je její velikost, pokud by si každá země řídila svou měnovou politiku sama, byla by ve svém jednání mnohem pružnější, než ECB. Rada guvernérů se schází striktně ve stanovených termínech, pokud ale v některých ekonomikách EMU dochází k výrazným odchylkám od cíle, nemůže okamžitě zasáhnout. Toto může být hlavním důvodem, proč se ostatní státy EU zdržují vstupu do EMU. Zejména Velká Británie nechce narušit svou vlastní stabilitu měny, proto zařazení do EMU odmítla.

Tabulka 12: Srovnání přímých investic v tuzemsku v letech 2005 až 2011 v % HDP

Země	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Slovensko	51,8	57,4	53	56,2	58,1	57,2	57,4
Česká republika	49,2	51,3	57,9	52,8	61,4	64	60,3

Zdroj: Upraveno podle [21]



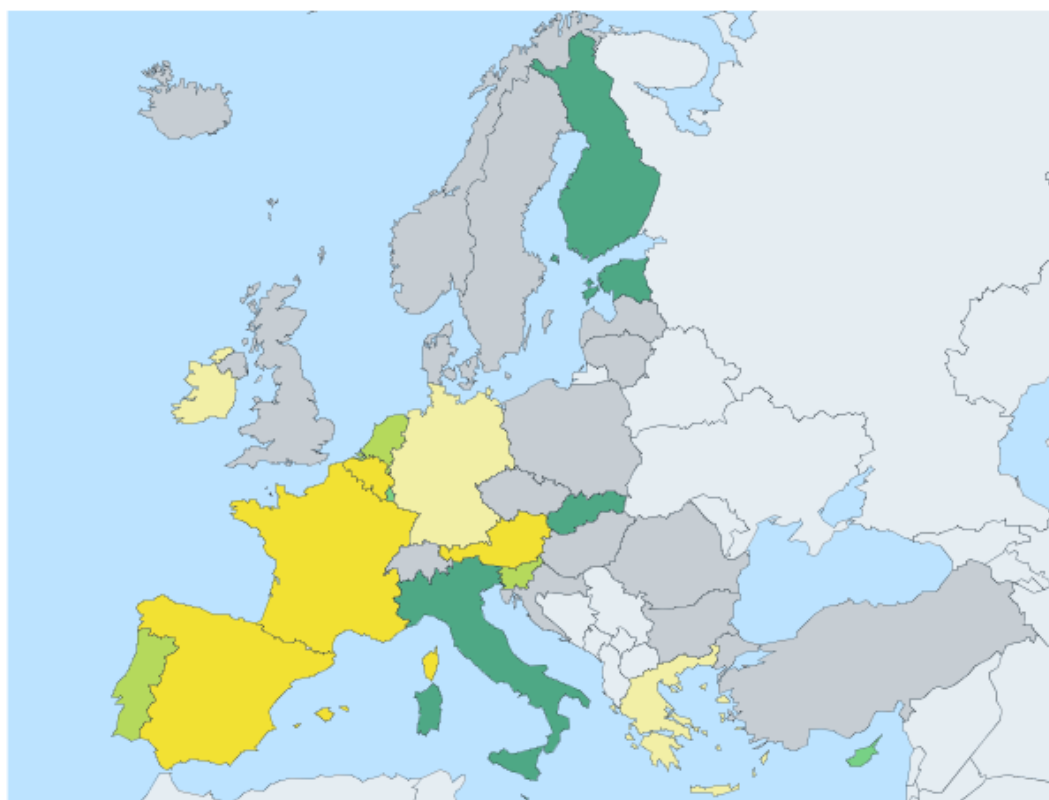
Obrázek 15: Graf srovnání přímých investic v tuzemsku v letech 2005 až 2011 v % HDP

Zdroj: Upraveno podle [21]

7.2 Rozdílnost míry inflace v EMU a inflačních cílů

Zde se práce zaměřuje na porovnání inflačních cílů v odlišných měnových politikách. Jak je již dříve uvedeno, ČNB se snaží přiblížit 2% inflaci s tolerancí odchylky 1 %. Je zde tedy povolena určitá benevolence v případě, kdy ekonomika ČR nedovoluje použití protiinflačních opatření. V politice ECB je ale přesně vymezený cíl bez jakýchkoliv přípustných odchylek. ECB se snaží plnit inflační cíl, stanovený na hodnotu 2 %. K tomuto cíli se nejvíce přiblížila v roce 2007 s hodnotou 2,1 % v průměru všech členských zemí eurozóny.

Z mapy (Obrázek 16) lze vyčíst, že existuje paradox v hodnotách míry inflace ve státech EMU. Na jedné straně existují státy s nízkou mírou inflace (Německo, Řecko, Irsko). Tyto státy chtějí, aby míra inflace rostla. Na druhé straně jsou státy, kterým míra inflace roste (Slovensko, Finsko, Itálie) a potřebují ji snížit. ECB může podniknout kroky buď pouze pro snížení míry inflace, nebo se jí bude snažit zvýšit. O tom rozhoduje Rada guvernérů ECB.



Legenda:



Obrázek 16: Mapa míry inflace EMU v roce 2012

Zdroj: [21]

Tabulka 13 obsahuje srovnání inflačních cílů v mezinárodním rozsahu. Tabulka zahrnuje názvy centrálních bank a jejich jednotlivé inflační cíle ve vybraných státech celého světa. Z tohoto výčtu lze vyzdvihnout následující hodnoty. Například 10% míru inflace se snaží dosáhnout africká Nigérie. USA cílí svoji inflaci jako 2% podobně jako ČR či EU.

Tabulka 13: Mezinárodní srovnání inflačních cílů ze září 2011

Země	Centrální banka	Inflační cíl
Albánie	Bank of Albánie	3,0 %
Arménie	Central Bank of Arménie	5,5 %
Austrálie	Reserve Bank of Australia	1-3 %
Botswana	Bank of Botswana	3% -6 %
Brazílie	Banco Central fo Brasil	4,5% + / -2 %
Kanada	Bank of Canada	1-3 %
Chile	Central Bank of Chile	3% + / -1 %
Čína	Lidová banka Číny	4,0 %
Kolumbie	Banco de la Republica de Colombia	2-4 %
Česká republika	Česká národní banka	2,0 %
EMU	Evropská centrální banka	0-2 %
Gruzie	Gruzínské národní bance	6,0 %
Maďarsko	Magyar Nemzeti Bank	3,0 %
Island	Central Bank of Island	2,50 %
Indonésie	Bank Indonesia	4,5% + / -1 %
Izrael	Bank of Israel	1-3 %
Jamaica	Bank of Jamaica	6-8 %
Japonsko	Bank of Japan	1,0 %
Mexiko	Banco de Mexico	3% + / -1 %
Nový Zéland	Reserve Bank of New Zealand	1-3 %
Nigérie	Central Bank of Nigeria	10,0 %
Norsko	Norges Bank	2,5 %
Peru	Banco Central de Reserva del Peru	1-3 %
Filipíny	Bangko Sentral ng Pilipinas	4% + / -1 %
Polsko	Polská národní banka	2,5% + / -1 %
Rumunsko	Národní banka Rumunska	3% + / -1 %
Rusko	Banka Rossii	5-6 %
Srbsko	Národní banka Srbska	4,5% + / - 1,5 %
Jižní Afrika	Jihoafriický rezervní banka	3-6 %
Jižní Korea	Bank of Korea	2-4 %
Švédsko	Riksbank	2,0 %
Švýcarsko	Swiss National Bank	0-2 %
Thajsko	Bank of Thajska	3,0 %
Turecko	Centrální banka Turecké republiky	5,0 %
Uganda	Bank of Uganda	7,0 %
Velká Británie	Bank of England	2,0 %
Uruguay	Banco Central del Uruguay	4-6 %
USA	Federální rezervní systém	2 %

Zdroj:[3]

7.3 Porovnání extrémních hodnot míry inflace v EU

Tabulka 14 porovnává vývoj inflace v zemích Evropy v letech 2008 až 2012, lze konstatovat, že v posledních letech dochází k výrazným rozdílům v hodnotách míry inflace v zemích EU. Nejzřetelnějším rokem pro zaznamenání rozdílů byl rok 2008, kdy odstartovala finanční a hospodářská krize. V tomto roce je v mnoha zemích až dvouciferná inflace (Bulharsko, Litva, Lotyšsko, Estonsko, Island, Turecko). V porovnání s Německem se jedná v průměru až o 12% rozdíl. Následující rok, kdy se krize projevila nejvíce, je zaznamenán významný pokles míry inflace, ačkoliv stále zde existují rozdíly.

Tabulka 14: Míra inflace ve vybraných zemích Evropy (v %)

Země	2008	2009	2010	2011	2012
Eurozóna (17 zemí)	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5
Belgie	4,5	0	2,3	3,4	2,6
Bulharsko	12	2,5	3	3,4	2,4
Česká republika	6,3	0,6	1,2	2,1	3,5
Dánsko	3,6	1,1	2,2	2,7	2,4
Německo	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1
Estonsko	10,6	0,2	2,7	5,1	4,2
Irsko	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9
Řecko	4,2	1,3	4,7	3,1	1
Španělsko	4,1	-0,2	2	3,1	2,4
Francie	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2
Chorvatsko	5,8	2,2	1,1	2,2	3,4
Itálie	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3
Kypr	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1
Lotyšsko	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3
Litva	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2
Lucembursko	4,1	0	2,8	3,7	2,9
Maďarsko	6	4	4,7	3,9	5,7
Malta	4,7	1,8	2	2,5	3,2
Nizozemsko	2,2	1	0,9	2,5	2,8
Rakousko	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6
Polsko	4,2	4	2,7	3,9	3,7
Portugalsko	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8
Rumunsko	7,9	5,6	6,1	5,8	3,4
Slovinsko	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8
Slovensko	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7
Finsko	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2
Švédsko	3,3	1,9	1,9	1,4	0,9
Spojené království	3,6	2,2	3,3	4,5	2,8
Island	12,8	16,3	7,5	4,2	6
Norsko	3,4	2,3	2,3	1,2	0,4
Švýcarsko	2,3	-0,7	0,6	0,1	-0,7
Turecko	10,4	6,3	8,6	6,5	9

Zdroj: [21]

8 NEGATIVNÍ NÁZORY NA CÍLOVÁNÍ INFLACE

Joseph Eugene Stiglitz ve svém článku varuje před používáním cílování inflace centrálními bankami jako plnění své měnově politické úlohy. Kdykoli růst cen překročí stanovenou hladinu, je třeba zvýšit úrokové sazby. Tento způsob řešení se stěží opírá o ekonomickou teorii či empirické důkazy. Není nijak opodstatněné očekávat, že bez ohledu na zdroj inflace je nejlepší reakcí právě zvýšení úrokových sazeb. Na seznam těch, kdo cílování inflace oficiálně přijali, patří: Izrael, Česká republika, Polsko, Brazílie, Chile, Kolumbie, Jižní Afrika, Thajsko, Korea, Mexiko, Maďarsko, Peru, Filipíny, Slovensko, Indonésie, Rumunsko, Nový Zéland, Kanada, Velká Británie, Švédsko, Austrálie, Island a Norsko a další.[35]

Dnes cílování inflace podstupuje zkoušku. Rozvojové země v současnosti nečelí vyšším mírám inflace kvůli žalostnější makroekonomické správě, nýbrž proto, že prudce rostou ceny ropy a potravin a ty tu oproti bohatým zemím představují mnohem větší díl rozpočtu průměrné domácnosti. Inflace v těchto zemích je z větší části importovaná. Zvýšení úrokových sazeb by nemělo velký vliv na mezinárodní ceny obilnin či paliv. Ba vzhledem k velikosti americké ekonomiky by zpomalení v USA logicky mohlo mít na světové ceny mnohem větší účinek než zpomalení v kterékoli rozvojové zemi, což naznačuje, že z globálního hlediska by bylo vhodné zvýšit úrokové sazby v USA, nikoli v rozvojových zemích.[35]

Dokud rozvojové země zůstanou integrované do globálního hospodářství a nepodniknou kroky k potlačení vlivu mezinárodních cen na domácí ceny rýže a dalších obilovin nutně výrazně porostou, kdykoli se tak budou vyvíjet ceny mezinárodní. Pro mnohé rozvojové země představují vysoké ceny ropy a potravin trojí ohrožení: dovozní země musí zaplatit více nejen za obiloviny, ale i za jejich přepravu do země a rovněž za jejich doručení ke spotřebitelům, již mohou žít daleko od přístavů. Zvýšení úrokových sazeb může snížit agregátní poptávku, což může zpomalit ekonomiku a zkrotit nárůsty cen u některého zboží a služeb, zejména těch neobchodovaných. Pokud se ale tato opatření neprovedou v nesnesitelné míře, sama o sobě nemohou inflaci na stanovené inflační cíle stlačit.[35]

Politikům ani centrálním bankéřům by se neměla dávat za vinu importovaná inflace, stejně jako bychom jim neměli vyslovovat uznání za nízkou inflaci v době, kdy je globální prostředí příhodné. Musíme si uvědomit, že vysoké ceny mohou způsobovat mimořádný stres, zejména u lidí s nízkým příjmem. Bouře a protesty v některých rozvojových zemích jsou toho jen tím nejhorším projevem.[35]

Co se týče zemědělství, vyspělé země jako USA a členské státy Evropské unie před těmito riziky chrání jak své spotřebitele, tak zemědělce. Většina rozvojových zemí ale nemá institucionální struktury ani prostředky, aby tak učinily rovněž. Mnohé z nich zavádějí krizová opatření, jako jsou vývozní daně a zákazy, které sice pomáhají jejich obyvatelům, ale na úkor lidí jinde. Máme-li se vyhnout ještě silnějšímu vzdoru vůči globalizaci, Západ musí reagovat rychle a důrazně. Je třeba zrušit dotace biopaliv, které motivovaly převod využití půdy z výroby potravin do výroby energie. V první řadě ale rozvojové i vyspělé země musí upustit od cílování inflace. Strasti působené stoupajícími cenami potravin a energií jsou už tak dost značné. Slabší ekonomika a vyšší nezaměstnanost, jež cílování inflace přináší, nebudou mít na inflaci valný vliv; za těchto okolností jen zkomplikují úkol přežít.[35]

ZÁVĚR

Prvním cílem práce bylo teoretické vysvětlení použití měnověpolitických režimů a to zejména cílování inflace. Další cíl byl zaměřen na porovnání vybraných zemí z hlediska vývoje a způsobu cílování inflace v odlišných monetárních politikách. Analýzou hospodářské politiky až po cílování inflace a vysvětlení základních pojmů byl připraven prostor zabývat se inflačními cíli jednotlivých monetárních politik v praxi a možnost vybrané ekonomiky důkladně porovnat.

V práci se tedy podařilo nastínit teoretickou stránku řešené problematiky, která sloužila jako podklad před rozborem cílování inflace u vybraných zemí Evropské unie. Byla definována hospodářská politika a její členění, byly popsány i její nástroje, ze kterých se v této práci vycházelo. Monetární politika jako nástroj hospodářské politiky byla klíčová. V práci byly uvedeny její cíle, transmisní mechanismus, jehož prostřednictvím centrální banky mohou dosahovat svých cílů, a přímé i nepřímé nástroje této politiky.

Další část práce byla věnována samotné inflaci, jejímu definování jako jednoho z makroekonomických ukazatelů, jejím důsledkům v ekonomice a způsobům jejího měření. Práce byla doplněna i o popis opaku inflace tedy deflaci, jejím příčinám a následkům. Byly definovány také možné režimy monetární politiky, ve kterých mohou centrální banky zajišťovat své měnověpolitické cíle. Byl popsán režim s implicitní nominální kotvou, dále cílování měnové zásoby a cílování měnového kurzu a konečně cílování inflace, kterému se práce podrobně věnovala.

Práce se zaměřila na monetární politiku, prováděnou na území členských států Evropské unie a Evropské měnové unie, proto byly definovány i povinnosti a cíle Evropské centrální banky. Byla připomenuta skladba členských zemí Evropské unie a eurozóny. Pro praktické zkoumání byla zvolena Česká republika a její sousední stát Slovensko.

Důležitým faktorem pro tuto práci bylo popsání historie ekonomického vývoje vybraných států a nalezení důvodů zavedení cílování inflace. Období, kdy se o cílování inflace na Slovensku starala pouze Slovenská národní banka a následně po vstupu země do eurozóny Evropská centrální banka. Samozřejmě byl popsán i vývoj míry inflace v České republice. Do práce byly přidány výjimky z plnění inflačních cílů, za kterých centrální banka obvykle nereaguje snížením, resp. zvyšováním úrokových sazeb, aby docílila požadované míry inflace.

Následně bylo provedeno porovnání těchto zemí z hlediska inflačního cílování a jejího plnění, zejména byly zjištěny důsledky vlivu inflace na investiční prostředí, rozdílnost inflace v odlišných politikách a byly porovnány mezinárodní extrémní hodnoty v naměřené inflaci. Jako součást této kapitoly byly zahrnuty také informace o míře inflace v ostatních zemích Evropy a mezinárodní srovnání.

Základním důvodem zavádění inflačního cílování u vybraných států bylo zlepšení jejich ekonomické situace stabilizací jejich cenové hladiny, tedy dostat inflaci pod kontrolu centrální banky. Před tímto krokem inflace dosahovala velmi vysokých hodnot. Najdou se názory, které podporují aplikaci monetární politiky, ale zároveň existují i názory opačné.

V poslední době se začal používat jako vhodný nástroj monetární politiky cílování inflace. Záleží ale na rozsahu, v jakém centrální banky musí řídit své ekonomiky. Státy s autonomní měnovou politikou mají větší možnosti zareagovat na odchýlení se od prognózovaných hodnot inflace než státy podléhající jednotné měnové politice, kterou v rámci Evropské měnové unie provádí Evropská centrální banka. Z výsledků komparace v oblasti cílování inflace vyplývá, že Česká republika zastoupená Českou národní bankou se svou monetární politikou může lépe přizpůsobit dané ekonomice, než sousední Slovensko, které je závislé právě na prováděné politice ECB, která není tak flexibilní. Lze tedy konstatovat, že všechny členské země EMU nemohou být spokojeni se svou inflací najednou. Pravděpodobně v těchto zemích bude panovat rozdílná míra inflace i do budoucna. Monetární politika je tedy důležitým instrumentem centrálních bank, který pomáhá řídit ekonomiku země.

Pro odlišný pohled na cílování inflace byly uvedeny názory Josepha E. Stiglitze, který není jejím zastáncem a uvádí možné důsledky vedení tohoto druhu monetární politiky.

POUŽITÁ LITERATURA

- [1] BALDWIN, Richard; WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 1. vydání. Praha: Grada, 2008. 478 s. ISBN 978-80-247-1807-1
- [2] BUSINESSINFO. *Slovensko – základní informace o teritoriu*. [online], [cit. 17.červenec 2013]. Dostupné na: <<http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/slovensko-zakladni-informace-o-teritoriu-17583.html#sec4/>>.
- [3] CENTRAL BANK NEWS. *Inflační cíle*. [online], aktualizace 25.září 2011 [cit. 11.lidsotpad 2012]. Dostupné na: <<http://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>>.
- [4] COBHAM, David; GERLACH, Stefan; QVIGSTAD, Jan F. *Twenty Years of Inflation Targeting: Lessons Learned and Future Prospects*. 1. vydání. Velká Británie: Cambridge University Press, 2010. 451 s. ISBN 978-0-521-76818-4
- [5] ČERNOHORSKÝ, J. TEPLÝ, P. *Základy financí*. Praha: Grada, 2011, 1. vydání, s. 304. ISBN 978-80-247-3669-3
- [6] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Makroekonomické údaje*. [online], [cit. 20.červenec 2013]. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/statistiky>>.
- [7] ČNB. *Cílování inflace v České republice*. [online]. [cit. 12.listopad 2012]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html>.
- [8] ČNB. *Institut výjimek z plnění inflačního cíle*. [online], [cit. 30.červenec 2013]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_01_cervenec_p1.html>.
- [9] ČNB. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 12.listopad 2012]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html>.
- [10] ČNB. *Měnověpolitické publikace*. [online], [cit. 30.červenec 2013]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/>.
- [11] ČNB. *O České národní bance* [online], [cit. 21.červenec 2013]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/>.
- [12] ČNB. *Úloha měnové politiky* [online], [cit. 21.červenec 2013]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html>.

- [13] ČNB. *Zpráva o inflaci – III/2013*. [online], [cit. 5.srpen 2013]. Dostupné na: <http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_III/zoi_2013_III_grafy.html>.
- [14] DVOŘÁČEK, J. SLUNČÍK, P. *Podnik a jeho okolí. Jak přežít v konkurenčním prostředí*. Praha: Beck, 2012, 1. vydání, s. 192. ISBN 978-80-7400-224-3 s. 70-75
- [15] ECB. *Evropská centrální banka*. [online]. [cit. 30.červenec 2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/ecbhistoryrolefunctions2006cs.pdf>>.
- [16] ECB. *ECB-šetření mezi prognostiky*. [online]. [cit. 10.srpen 2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html>>.
- [17] ECB. *Transmisní mechanismus měnové politiky*. [online], [cit. 20.červenec 2013]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>>.
- [18] ECB. *Výhody cenové stability*. [online]. [cit. 10.listopad 2012]. Dostupné na: <<http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/benefits/html/index.en.html>>.
- [19] EUROSKOP. *Měnová unie - pro a proti*. [online], [cit. 5.červenec 2013]. Dostupné na: <<https://www.euroskop.cz/323/sekce/menova-unie---pro-a-proti/>>.
- [20] EUROSKOP. *Měnová politika*. [online], [cit. 5.červenec 2013]. Dostupné na: <<https://www.euroskop.cz/674/sekce/menova-politika/>>.
- [21] EUROSTAT. *Harmonizované indexy spotřebitelských cen*. [online], [cit. 13.červenec 2013]. Dostupné na: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/hicp/data/main_tables>.
- [22] EVROPSKÁ KOMISE. *Inflace v centru pozornosti*. [online], [cit. 12.srpen 2013]. Dostupné na: <http://ec.europa.eu/economy_finance/focuson/inflation/consequences_cs.htm>.
- [23] FINANCE.CZ. *Monetární politika* [online], [cit. 26.duben 2013]. <<http://www.finance.cz/makrodata-eu/menove-ukazatele/monetarni-politika/>>.
- [24] HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vydání. Praha: C. H. BECK, 2011. 696 s. ISBN 978-80-7400-006-5.
- [25] CHROMEČEK, Martin. *Monetární politika a její dopad na konkurenceschopnost Slovenské republiky*, 2007, [online]. [cit. 12.srpen 2013]. Dostupné na: <<http://is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2007-02.pdf>>.

- [26] JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: GRADA, 2014. 742 s. ISBN 80-247-0769-1.
- [27] JUREČKA, Václav a kolektiv. *Makroekonomie*. 1. vydání. Praha: Grada, 2010. 336 s. ISBN 978-80-247-3258-9
- [28] MANKIWI, G. N. *Zásady ekonomie*. Praha: Grada, 1999, 1. vydání. 768 s. ISBN 978-80-7169-891-3
- [29] MINISTERSTVO VNITRA; MVCR. *Evropská centrální banka*. [online]. [cit. 12.listopad 2012]. Dostupné na: <<http://www.mvcr.cz/clanek/evropska-centralni-banka.aspx>>.
- [30] NBS. *Měnová politika*. [online], [cit. 17.červenec 2013]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/menova-politika>>
- [31] NBS. *Udržitelnost inflace*. [online], aktualizace 2008 [cit. 12.lidsotpad 2012]. Dostupné na: <http://www.nbs.sk/_img/Documents/PUBLIK%5CMU%5C08_03.PDF>.
- [32] NBS. *Základní informace*. [online], [cit. 17.červenec 2013]. Dostupné na: <<http://www.nbs.sk/sk/o-narodnej-banke/zakladne-informacie>>.
- [33] PILCH, Ctibor. *Finančné trhy - Slovenská mena od svojho vzniku po dnešok*. 2005. [online]. [cit. 12.srpen 2013]. Dostupné na: <<http://www.derivat.sk/index.php?PageID=149>>.
- [34] POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vydání. Praha: C. H. BECK, 2009. 440 s. ISBN 978-80-7400-152-9
- [35] PROJECT-SYNDICATE. *Neúspěch cílování inflace*. [online], aktualizace 6.květen 2008. [cit. 9.listopad 2012]. Dostupné na:<<http://www.projectsyndicate.org/commentary/thefailureofinflationtargeting/czech#CTQpDuorI3gHeLjY.99>>.
- [36] REVENDA, Zbyněk, MANDEL, Martin, KODERA, Jan, MUSÍLEK, Petr, DVOŘÁK, Petr, BRADA, Jaroslav. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2008. 627 s., ISBN 80-7261-132-1
- [37] SLANÝ, A. ŽÁK, M. *Hospodářská politika*. Praha: Beck, 1999, 1. vydání, s. 271. ISBN 80-7179-237-3 s. 3
- [38] SLOVENSKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Ukazatele ekonomického vývoje SR*. [online], [cit. 12.srpen 2013]. Dostupné na: <<http://portal.statistics.sk/showdoc.do?docid=19>>.

- [39] VYSOKÁ ŠKOLA EKONOMICKÁ. *Přehled vybraných makroekonomických ukazatelů*. 2011. [online]. [cit. 12.srpen 2013]. Dostupné na: <<http://khp.vse.cz/wpcontent/uploads/2011/08/Anal%C3%BDza-studie-OPPAvybran%C3%A9makroukazatele-a-webov%C3%A9-statistick%C3%A9-servery.pdf>>.