

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko-správní

Plnění inflačních cílů Českou národní bankou

Jan Endrle

**Bakalářská práce
2016**

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2015/2016

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE (PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Jan Endrle**
Osobní číslo: **E13133**
Studijní program: **B6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Veřejná ekonomika a správa: Veřejná ekonomika**
Název tématu: **Plnění inflačních cílů Českou národní bankou**
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 :

Cílem práce je na základě popisu využívání různých nástrojů měnové politiky a analýzy dat různých měr inflace v ČR zhodnotit plnění inflačních cílů Českou národní bankou.


Osnova:

- Základní pojmy související s inflací.
- Česká národní banka, její politika a cíle.
- Vývoj inflace v ČR od roku 1998.
- Plnění inflačních cílů Českou národní bankou.
- Shrnutí, vymezení faktorů omezujících plnění inflačních cílů.

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 35 stran
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


JÍLEK, J. Peníze a měnová politika. Praha: Grada, 2004. ISBN 8024707691.
MANDEL, M. a TOMŠÍK, V. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Praha: Management Press, 2003. ISBN 80-7261-094-5.
REVENDA, Z. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press, 2011. ISBN 9788072612307
REVENDA, Z. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5. Praha: Management Press, 2012. ISBN 9788072612406.
Zprávy o inflaci. Cnb.cz [online]. 2015 [cit. 2015-06-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/

Vedoucí bakalářské práce:



Ing. Jan Černošský, Ph.D.
Ústav ekonomických věd

Datum zadání bakalářské práce: 29. září 2015

Termín odevzdání bakalářské práce: 29. dubna 2016


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

L.S.


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

V Pardubicích dne 29. září 2015

Prohlášení:

Tuto práci jsem vypracoval samostatně. Veškeré 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.

V Pardubicích dne 29. 4. 2015

Jan Endrle

Poděkování:

Tímto bych rád poděkoval svému vedoucímu práce Ing. Janu Černohorskému Ph.D. za jeho trpělivost, odbornou pomoc a cenné rady, které mi při zpracování bakalářské práce velmi pomohly.

ANOTACE

Tato bakalářská práce se zabývá inflačními cíly České národní banky a jejich plněním. V první kapitole se věnuje teorii ohledně inflace. V kapitole následující se pak zabývá charakteristikou České národní banky, včetně jejích funkcí, nástrojů a také režimu cílování inflace. V další části je pak analýza vývoje míry inflace v ČR od roku 1998. Na to navazuje další část práce, která porovnává inflační cíle ČNB se skutečnou mírou inflace, a zjišťuje tak, jak se inflační cíle dařilo plnit. V závěru je poté vymezeno, jaké faktory ve sledovaném období plnění inflačních cílů komplikovaly a jak se ČNB celkově dařilo tyto cíle plnit.

KLÍČOVÁ SLOVA

Inflace, Česká národní banka, inflační cíle, cílování inflace, devizové intervence

TITTLE

Fulfilling inflation targets by Czech National Bank

ANNOTATION

This thesis deals with the inflation targets of the Czech National Bank and of their fulfillment. The first chapter deals with a theory of inflation. In the next chapter, the characteristics of the Czech National Bank, including its features, tools, and targeting Inflation are discussed. The following part is composed of analysis of the evolution of inflation in the Czech Republic since 1998. The next chapter compares the CNB inflation targets with the actual rate of inflation, and it discuss its results. The conclusion defines the factors that complicated the fulfillment of inflation targets and general success of the accomplishment of these objectives.

KEYWORDS

Inflation, Czech National Bank, inflation targets, inflaton targeting, foreign exchange interventions

Obsah

Úvod.....	10
1 Základní pojmy související s inflací	11
1.1 Inlace	11
1.2 Pojmy související s inflací.....	11
1.2.1 Nulová inflace	13
1.2.2 Negativní projevy inflace	14
1.3 Výpočet inflace.....	16
1.3.1 Cenové indexy.....	16
1.4 Příčiny inflace.....	18
1.4.1 Keynesiánský názor.....	18
1.4.2 Monetaristický názor.....	20
1.5 Deflace.....	21
1.5.1 Vznik deflace.....	21
1.5.2 Dopady deflace.....	22
2 Česká národní banka, její politika a cíle	24
2.1 Bankovní rada České národní banky	25
2.1.1 Složení bankovní rady	25
2.2 Funkce České národní banky.....	26
2.3 Nástroje centrálních bank	28
2.4 Cílování inflace.....	30
2.4.1 Podstata cílování inflace.....	30
3 Vývoj inflace v ČR od roku 1998	33
3.1 Ekonomická situace před rokem 1998.....	33
3.2 Vývoj míry inflace v období 1998 - 2015	34
4 Plnění inflačních cílů Českou národní bankou	41
4.1 Inflační cíle České národní banky	41
4.2 Období 1998 – 2001	42
4.3 Období 2002 – 2005	45
4.4 Období 2006 - 2009.....	48
4.5 Období 2010 – 2013	50
4.6 Období 2014 – 2016	54
5 Shrnutí, vymezení faktorů omezující plnění inflačních cílů	57
5.1 Shrnutí plnění inflačních cílů ČNB	57
5.2 Faktory omezující plnění inflačních cílů	60
Závěr.....	63
Použitá literatura	66

Seznam tabulek

Tabulka 1 Inflační cíle ČNB 1998 - 2001	42
---	----

Seznam obrázků

Obrázek 1 Poptávková inflace.....	18
Obrázek 2 Nabídková inflace	19
Obrázek 3 Vývoj míry inflace v ČR od roku 1998	35
Obrázek 4 Inflační cíle ČNB	41
Obrázek 5 Plnění inflačních cílů v období 1998 – 2001	43
Obrázek 6 Plnění inflačních cílů v období 2002 – 2005	46
Obrázek 7 Plnění inflačních cílů v období 2006 – 2009	48
Obrázek 8 Plnění inflačních cílů v období 2010 – 2013	51
Obrázek 9 Srovnání základního scénáře se scénářem při použití kurzu	53
Obrázek 10 Plnění inflačních cílů v období 2013 – 2016.....	55
Obrázek 11 Plnění inflačních cílů ČNB v období 1998 – 2016.....	57

Seznam zkratk a značek

ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DPH	Daň z přidané hodnoty
EU	Evropská unie
EUR	Euro
HDP	Hrubý domácí produkt
Sb.	Sbírka zákonů
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar

Úvod

Dlouhodobé udržení cenové stability je jedním z klíčových předpokladů ke správnému fungování ekonomiky každého státu, ale obecně vzato i k fungování celé společnosti. S udržením cenové stability je u nás pevně spjata Česká národní banka a její inflační cíle. Pro udržení cenové stability je velmi důležité, aby byla Česká národní banka v očích ekonomických subjektů institucí důvěryhodnou, jelikož pro zajištění dlouhodobé cenové stability je tato důvěra nezbytná. S tím souvisí právě plnění inflačních cílů vyhlášených touto institucí. Pakliže by se totiž míra inflace dlouhodobě a výrazně odkláněla od inflačních cílů, důvěryhodnost České národní banky by byla narušena. Je tak velmi důležité zabývat se tím, jak Česká národní banka plní své cíle, kdy a proč se tyto cíle splnit nepodařilo a jak v reálném světě fungují nástroje, které Česká národní banka využívá. Tyto poznatky jsou totiž důležité pro zlepšování schopností v dosahování inflačních cílů, zvyšování důvěryhodnosti České národní banky a tím i lepšího dosažení dlouhodobé cenové stability.

Plnění inflačních cílů je tématem aktuálním a zároveň velmi často diskutovaným, v poslední době pak zejména kvůli devizovým intervencím, které Česká národní banka zahájila v roce 2013. I těmito intervencemi se v práci budeme zabývat.

Cílem této práce je na základě popisu využívání nástrojů měnové politiky a analýzy dat různých měr inflace v ČR zhodnotit plnění inflačních cílů Českou národní bankou.

Ke splnění hlavního cíle je nutné nejprve splnit následující parciální cíle:

- vysvětlit základní pojmy souvisejících s inflací;
- charakterizovat Českou národní banku, její politiku a cíle;
- analyzovat vývoj míry inflace v ČR od roku 1998 do současnosti;
- porovnat inflačních cíle České národní banky s mírou inflace;
- vymežit faktory, které omezovaly plnění inflačních cílů.

1 Základní pojmy související s inflací

V této kapitole se budeme zabývat zejména teoretickým pohledem na inflaci a na pojmy s ní související, důležité zde bude zejména definování pojmů inflace a deflace. Věnovat se budeme také jejich výpočtu, důvodem vzniku, jak dopadají na ekonomiku a dalším záležitostem, které s těmito pojmy souvisejí, jelikož jejich charakteristika a pochopení je pro tuto práci, zejména pro její praktickou část, zcela nezbytné.

1.1 Inflace

Hlavním cílem České národní banky (ČNB) je péče o cenovou stabilitu, která je úzce spjata právě s inflací. Z tohoto důvodu je inflace klíčovým pojmem celé této práce. Inflace bývá definována jako „*dlouhodobější nepřetržitý růst cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz a vede k poklesu kupní síly peněz*“¹. K této definici je potřeba dodat několik poznámek.

- z definice vyplývá, že abychom mohli mluvit o inflaci, růst cenové hladiny musí být *dlouhodobější a nepřetržitý* - krátkodobý růst cenové hladiny se za inflaci nepovažuje. V praxi se za dlouhodobější růst považuje takový růst cenové hladiny, který trvá alespoň dvě po sobě jdoucí čtvrtletí;
- v praxi nastávají situace typu uvolnění regulovaných cen, změny v daňové soustavě apod., které mohou nárazově zvýšit cenovou hladinu. V těchto případech se nejedná o inflaci, ale pouze o růst cen;
- i když cenová hladina roste, mohou z různých důvodů ceny určitých produktů stagnovat, případně klesat. Pojem inflace je tedy potřeba spojovat s vývojem agregátní cenové hladiny;
- z definice je dále patrné, že aby mohly růst ceny, musí růst také nabídka peněz. Pakliže by nabídka peněz nerostla, růst cen se kvůli technickým a jiným hraničním rychlosti oběhu dříve či později zastaví.²

1.2 Pojmy související s inflací

V této podkapitole si vysvětlíme některé důležité pojmy, se kterými se v souvislosti s inflací můžeme setkat, a je proto dobré je znát.

^{1,2} REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011, s. 274

- **slumpflace** - situace, kdy ekonomika klesá, ale zároveň roste cenová hladina;
- **stagflace** - reálný výstup stagnuje a cenová hladina roste;
- **čistá inflace** - nastává, když další emise peněz vede jen k růstu cenové hladiny. U nás tento termín používá ČNB pro ukazatel, který vyjadřuje vývoj inflace očištěný o vliv změn nepřímých daní a regulovaných cen;
- **otevřená inflace** - jedná se o inflaci, která se projevuje klasicky růstem cenové hladiny. Je typická pro tržní ekonomiky;
- **skrytá inflace** - na rozdíl od inflace otevřené se neprojevuje růstem cenové hladiny, a to z důvodu regulace cen ze strany státu. Tento typ inflace byl typický pro centrálně plánované ekonomiky v socialistických zemích. Inflace se zde pak otevřeně projevila při přechodu na tržní ekonomiku, kdy v prvních letech po transformaci nabývala vysokých hodnot (například v naší zemi po pádu komunismu);
- **měnová iluze** - bývá definována jako „*přesvědčení o růstu životní úrovně při růstu nominálních mezd*“³. Jinak řečeno, občané si myslí, že když jim rostou nominální mzdy, že se tím pádem mají čím dál tím lépe. Inflace však může působit tak, že se jejich reálná mzda nemění, případně může i klesat.
- **dezinflace** - za dezinflaci považujeme situaci, kdy cenová hladina sice roste, ale stále pomalejším tempem. Inflace je tedy čím dál nižší (nicméně stále kladná);
- **inflační spirála** - situace, kdy se vzhledem k růstu cen budou zaměstnanci (odbory) domáhat zvýšení mezd. Když jim podniky poté mzdy zvýší, povede to opět k růstu cen (podniky budou muset zvýšit ceny zboží, aby vykompenzovaly vyšší výdaje na mzdy). Následně se tato situace může opakovat.⁴

Podle hodnot inflace pak rozlišujeme inflaci **mírnou** (plíživou), **pádovou** (cválající) a **hyperinflaci**.

Jako **mírnou** inflaci označujeme, když růst cenové hladiny je nižší než 10 %, je tedy v jednotkách procent. Taková inflace nejen, že nemá pro ekonomiku příliš negativní následky, ale inflace okolo 2 % může být pro ekonomiku i prospěšná, lépe řečeno, takto nízká inflace je přínosnější, než by byla inflace nulová. Z dlouhodobého hlediska lze pro mírnou inflaci argumentovat tím, že „*cenové indexy mají tendenci nadhodnocovat naměřenou inflaci nad její skutečnou úroveň, neboť nezachycují cenové změny spojené se změnami kvality příslušných*

^{3,4} REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011, s. 276

produktů“.⁵ Když se totiž u daného produktu zvýší kvalita, obvykle se zvýší také cena, s čímž cenové indexy nepočítají. Vzhledem k tomu lze inflaci okolo 2 % ročně považovat za cenovou stabilitu. Dalším argumentem pro nízkou inflaci je fakt, že když inflace klesá, klesá obvykle také její volatilita, a ekonomické subjekty se tak mohou přizpůsobit, přičemž redistribuční efekt poté není významný. Mírná inflace je prospěšná také tím, že umožňuje zvýšení efektivnosti proticyklické měnové politiky. Když je totiž úroveň agregátní poptávky nízká, centrální banka se jí může pokusit povzbudit tím, že ovlivní krátkodobé úrokové míry tak, že se budou blížit nule (případně mohou být i záporné). V případě, že by inflace byla vyšší než mírná, centrální banka by si nemohla dovolit snižovat úrokovou sazbu na takto nízké hodnoty. Nicméně tvrzení je sporné, jelikož není jisté, zda centrální banka má tak silný vliv na krátkodobou úrokovou míru.⁶

Dalším typem inflace podle rychlosti je **inflace pádivá**. Jedná se o roční cenový růst ve výši dvou až tří-ciferných čísel. Tento typ inflace je spojen se značnými ekonomickými a sociálními náklady, snižuje kvalitu sociálního systému a výkonnost systému ekonomického. Tato inflace je vnímána jako nepřijatelná.

Za extrémní formu inflace se považuje **hyperinflace**. Jedná se o inflaci, při které ceny rostou až o miliony procent ročně. Je logické, že pakliže nastane, jedná se v podstatě o zhroucení peněžního systému dané země. Peníze pak v podstatě ztrácí své funkce a často se přechází na směnu v naturáliích. Náklady na výrobu platidel paradoxně bývají vyšší, než hodnota, kterou tato platidla poté vyjadřují. V naší zemi tato forma inflace nikdy nenastala (inflace zde byla maximálně v řádu desítek procent, a to při přechodu z ekonomiky centrálně plánované na ekonomiku tržní), jejím typickým příkladem je hyperinflace v Německu po konci 1. světové války, kdy ceny během dvou let vzrostly o 1 000 000 000 000 %.⁷

1.2.1 Nulová inflace

Nulová inflace by se mohla jevit jako pro ekonomiku ideální. Nepochybně by se zabránilo negativním projevům inflace, nicméně tento stav má i své stinné stránky. Kdybychom chtěli nulovou inflaci, nemohlo by docházet k růstu cen, a růst cen je v některých případech přirozený. Často totiž dochází k inovacím, vyvíjí se nové, technologicky vyspělejší výrobky, jejichž cena je poté přirozeně vyšší, jelikož v zájmu podniků je, aby se jim investice provedené do těchto inovací vyplatily. Je potřeba si také uvědomit, že cenové indexy, které jsou používány pro měření cenové hladiny, jsou jen přibližné a nezahrnují změny cen vlivem

^{5,6} REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011, s. 282

⁷ JUREČKA, Václav a . *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013, Expert (Grada), s. 121, 122

růstu kvality. Když roste kvalita, roste obvykle i cena, a roste tak i míra inflace. Centrální banka by pak prováděla restriktivní měnovou politiku ve snaze udržet nulovou míru inflace, a zbytečně by tak brzdila ekonomický růst.⁸

1.2.2 Negativní projevy inflace

Inflace je spojena s celou řadou negativních důsledků, přičemž nejčastěji zmiňovaným důsledkem je redistribuční efekt. V souvislosti s důsledky inflace je nutné odlišovat inflaci očekávanou a neočekávanou.

V případě očekávané inflace subjekty růst cenové hladiny očekávají a tím se mohou předem přizpůsobit. Čím bude očekávání přesnější, tím bude přizpůsobení úspěšnější a negativní důsledky tak mohou být minimalizovány.

Neočekávaná inflace je problematičtější. Je definováno jako „*zvýšení cenové hladiny, které nebylo subjekty očekáváno, a proto se mu nemohly předem přizpůsobit*“⁹. V tomto případě budou negativní důsledky inflace závažnější.

Jak již bylo zmíněno, nejzávažnějším negativním důsledkem inflace je redistribuční efekt. Redistribuční efekt znamená, že se část bohatství přesouvá od jedné skupiny ekonomických subjektů ke druhé skupině ekonomických subjektů, je tedy zřejmé, že na jednu skupinu má pozitivní dopady, na druhou pak dopady negativní.

Mezi významné přesuny patří například:

- *přesun od držitelů hotovostních úspor k držitelům úspor bezhotovostních a úročených* - jinak řečeno těch, kteří mají peníze uložené v bance, kde se jim úročí, se inflace nedotkne tolik, jako lidí, kteří drží peníze v hotovosti- těm se peníze nijak nezhodnocují, tím pádem je inflace zasáhne „plnou silou“;
- *přesun od věřitelů k dlužníkům* - dlužník si půjčí peníze, které poté i s úroky splácí. Inflace ovšem působí v čase, a tak i když dlužník splácí nominálně stejnou částku, reálně splácí částku nižší (kvůli inflaci tato částka ztratila část své hodnoty);
- *přesun od subjektů přijímajících fixní důchod k subjektům přijímající důchod variabilní* - osoby, které mají fixní příjmy (například sociální dávky, starobní důchody a podobně), dostávají vlivem inflace reálně stále méně, naproti tomu osoby s příjmy variabilními (například mzdy) mají výhodu, jelikož jejich příjem je navýšen například díky odborům právě o inflaci- tím pádem reálně dostávají stejně;

⁸ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 93

⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011, s. 279

- *přesun od zaměstnanců k zaměstnavatelům* - platy zaměstnanců bývají zafixovány na určitou dobu, nicméně vlivem působení inflace jejich mzdy během této doby ztrácí na hodnotě, tím pádem zaměstnanci mají reálně menší příjmy a naproti tomu zaměstnavatelé nižší výdaje;
- *přesun bohatství od poplatníků progresivních daní ke státu* - zaměstnavatelé navyšují zaměstnancům mzdu o míru inflace, aby reálně dostávali stejně, nicméně tím, jak se jejich nominální mzda zvyšuje, dostávají se do stále vyšších zdaňovacích pásem. Platí tedy státu na daních čím dál více, a to i když jejich reálná mzda neroste;
- *přesun bohatství od držitelů peněžních úspor k těm, co investují* - přesto že při držení peněz v bance klient dostává úrok a jeho úspory jsou tak částečně chráněny, úrok, kterým se mu úspory zhodnocují, může být nižší než míra inflace, tím pádem hodnota úspor klesá. V takovém případě jsou na tom lépe osoby, které zhodnocují úspory prostřednictvím věcných investic- například do nemovitostí, starožitností a podobně, které neztrácí na hodnotě, případně prostřednictvím investic finančních;
- *Přesun bohatství od subjektů vystavených konkurenci k subjektům v monopolním postavení* - subjekty, které jsou vystaveny konkurenci, si vzhledem ke konkurenci nemohou dovolit navyšovat ceny tolik, jako monopoly, a tím jsou jejich zisky nižší;¹⁰

Kromě výše zmíněného redistribučního efektu má inflace ještě řadu dalších negativních dopadů. Jedná se například o to, že vyšší míra inflace a s tím spojená vyšší volatilita vede k nižší jistotě při finančním rozhodování, a to jak u domácností při rozhodování ohledně jejich spotřeby, tak u firem, které při investování pocítují vyšší riziko, jelikož se jim vzhledem k vyšší inflaci obtížněji kalkuluje budoucí výnosnost investic.

Dalším problémem je růst úroků v bankách. Banky tak činí jednoduše proto, aby na úvěrech reálně vydělávaly. Z tohoto důvodu mívají úrokové sazby nastavené tak, aby byly vyšší než míra inflace. Když je pak míra inflace vysoká, úrokové sazby musí být oproti ní navýšené s dostatečnou rezervou, protože čím vyšší je inflace, tím vyšší je její volatilita. Zvyšuje se tak nejistota ohledně vývoje inflace. Vyšší úrokové sazby u úvěrů pak mohou vést ke snižování tempa růstu ekonomiky.

Investoři se mohou vzhledem k inflaci začít orientovat na investice krátkodobějšího charakteru. Ztrácí tak zájem o investice dlouhodobé, které jsou však pro každou ekonomiku velmi důležité.

¹⁰ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 92

Za negativum inflace se považuje také příliv krátkodobého kapitálu od spekulantů. Jak již bylo zmíněno, v ekonomikách s vyšší mírou inflace jsou také vyšší úrokové sazby, což láká spekulanty ke krátkodobým investicím. Ty pak mohou vést ke kolísání devizového kurzu dané ekonomiky, čímž se zvyšuje měnová nerovnováha.

Při velmi vysoké míře inflace může dokonce docházet k narušení funkce peněz jako prostředku směny- toto se týká zejména inflace pádivé a hyperinflace. Hodnota peněz se vlivem vysoké inflace může měnit velmi často, to pak vede k tomu, že lidé penězům přestávají věřit a nahrazují je barterovou směnou (výměna zboží za zboží).¹¹

1.3 Výpočet inflace

Na začátku této kapitoly je potřeba zdůraznit, že při měření inflace narážíme na několik sporných bodů. První problém se týká volby cenového indexu. Nejvyužívanějším indexem je index spotřebitelských cen. Tento index měří vývoj cen u zhruba 700 vybraných výrobků a služeb rozdělených do 12 skupin. Problémem je, že některé skupiny obyvatel si stěžují, že inflace, kterou pocítují, je vyšší než inflace naměřená indexem spotřebitelských cen. Tento rozpor je vyvolán faktem, že jejich individuální zbožové koše mají rozdílné váhové poměry než agregátní index spotřebitelských cen.

Dalším problémem je fakt, že „*statistické indexy nedostatečně očišťují cenový růst o vliv užitného a technického vylepšování výrobků.*“¹² Jinak řečeno, indexy nezohledňují růst cen z důvodů zlepšování vlastností služeb. Uvádí se, že ve vyspělých zemích jednocentní statisticky naměřená inflace v podstatě odpovídá nulové „ekonomické“ inflaci. V případě rozvíjejících se ekonomik může být toto číslo ještě vyšší (technické inovace jsou u těchto zemí výraznější).¹²

1.3.1 Cenové indexy

V praxi se používají 3 základní druhy cenových indexů:

- Index spotřebitelských cen;
- Index cen výrobců;
- Deflátor hrubého domácího produktu.

¹¹ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 93

¹² REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, s. 301

Prvním indexem je **index spotřebitelských cen** (customer price index). Jedná se o v současné době nejpoužívanější cenový index. Každý měsíc se měří vývoj cen u přibližně 700 vybraných statků a služeb, které jsou rozděleny do 12 skupin. Index spotřebitelských cen se pak vypočítá podle následujícího vzorce:

$$CPI = \frac{\Sigma P1 \cdot Q0}{\Sigma P0 \cdot Q0} \cdot 100 \quad (1)$$

kde:

P1 je cena statku v běžném období;

P0 je cena statku v základním období;

Q0 je množství statku v základním období.

Dalším indexem je **index cen výrobců**. Tento index zahrnuje ve skutečnosti indexů více, a to například index cen zemědělských výrobců, index cen průmyslových výrobců, index cen stavebních prací. Počítá se stejně jako index spotřebitelských cen, počítá se však s jinými statky (jsou zde zahrnuty například polotovary, suroviny a podobně). Tento index je důležitý, jelikož jeho změny se časem mohou promítnout i do indexu spotřebitelských cen.

Posledním indexem je **deflátor HDP**. V tomto indexu jsou zahrnuty všechny statky a služby vyprodukované v dané ekonomice. Jeho výhodou oproti indexu spotřebitelských cen je tedy to, že je přesnější, nevýhodou je však náročnost jeho výpočtu. Rozeznáváme zde nominální HDP- tedy HDP ohodnocené cenami běžného roku (ceny aktuálního období) a HDP reálné, což je HDP vyjádřené cenami minulého období. Deflátor HDP se pak vypočítá jako podíl nominálního a reálného HDP, tedy:

$$\text{deflátor HDP} = \frac{\text{nominální HDP}}{\text{reálné HDP}} \cdot 100 = \frac{\Sigma P1 \cdot Q1}{\Sigma P0 \cdot Q1} \quad (2)$$

Výše zmíněnými indexy vypočítáme všeobecnou cenovou hladinu. Míru inflace (tedy procentní změnu) z této cenové hladiny pak vypočteme následujícím způsobem:

$$\pi = \frac{\text{deflátor HDP 2} - \text{deflátor HDP 1}}{\text{deflátor HDP 1}} \quad (3)$$

Tento vzorec je pro výpočet míry inflace z deflátoru HDP, nicméně způsob výpočtu míry inflace je shodný pro všechny cenové indexy.¹³

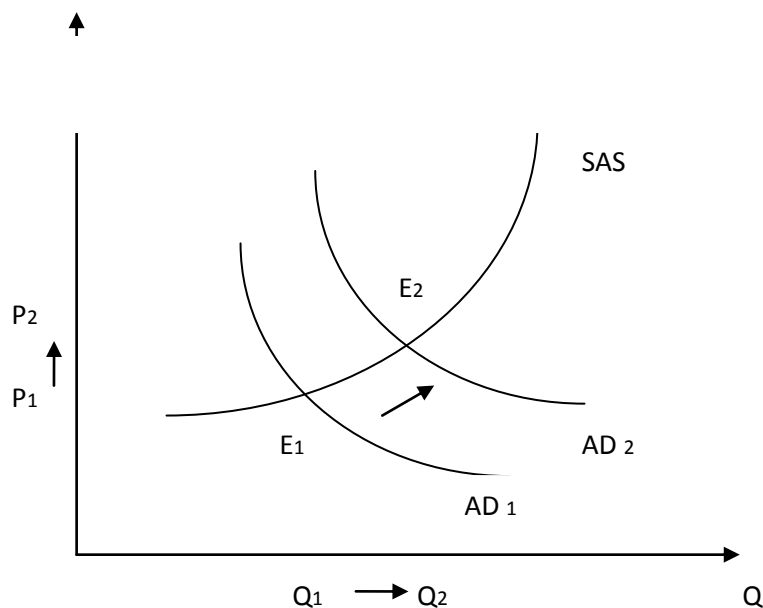
1.4 Příčiny inflace

Rozeznáváme dva základní názory na příčiny vzniku inflace, a to monetaristický a keynesiánský názor.

1.4.1 Keynesiánský názor

Keynesiánci rozlišují dvě příčiny vedoucí k inflaci. Rozlišují inflaci nabídkovou a poptávkovou. Jako první se budu zabývat inflací poptávkovou.

Poptávková inflace je způsobena jednoduše růstem agregátní poptávky. Tento růst může být způsoben růstem spotřeby ze strany domácností, růstem investic od firem, růstem vládních výdajů a také zvýšením čistého exportu. Jak poptávková inflace vzniká, je zachyceno na následujícím obrázku.



Obrázek 1: Poptávková inflace

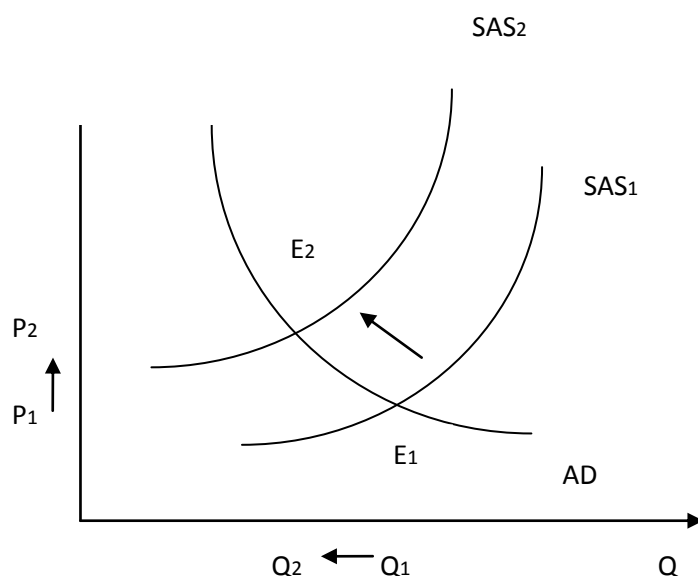
Zdroj: PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 141

Původní rovnováha je v bodě E1. Následně došlo k pozitivnímu poptávkovému šoku - například ke zvýšení vládních výdajů, zvýšení spotřebních výdajů domácností a podobně. To způsobilo zvýšení agregátní poptávky a tím se rovnováha přesunula do bodu E2. Tím se

¹³ PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 138

také zvýšilo množství agregátního výstupu, a samozřejmě také cenová hladina: z bodu P1 na P2.

Nabídková inflace bývá označována také jako inflace nákladová. Dochází k ní, když se firmám zvýší náklady - například vlivem růstu cen světových surovin či růstem nominálních mezd. A když se firmám zvýší náklady, zvýší se také ceny. Růst nákladů dále vede ke snížení produkce a k poklesu agregátní nabídky. Nabídková inflace je zachycena na následujícím obrázku.



Obrázek 2: Nabídková inflace

Zdroj: PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 141

Původní rovnováha se nachází v bodě E1. Následně nastane negativní nákladový šok. Vlivem tohoto šoku se křivka agregátní nabídky přesune směrem doleva a rovnováha se přemístí do bodu E2. Vlivem zvýšení cen poroste cenová hladina. Můžete si všimnout, že na rozdíl od inflace poptávkové v tomto případě poklesne produkce. Typickým příkladem nabídkové inflace jsou ropné šoky ze 70. let 20. století, kdy se země patřící do OPEC dohodly na zvýšení ceny ropy a dále pak uvalily na některé státy v čele s USA embargo na vývoz ropy. Ropa tak výrazně prodražila (z původních 3 dolarů za barel na 12 dolarů) a tím se například ve Spojených státech amerických výrazně zvýšila míra inflace.¹⁴

¹⁴ PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 142

1.4.2 Monetaristický názor

Monetaristický přístup k inflaci dobře vystihuje slavná definice inflace Milтона Friemana: „*Inflace je vždy a všude peněžní jev*“. Podle monetaristů je inflace vyvolána rychlejším růstem množství peněz, než je růst HDP dané ekonomiky. Základem monetaristického přístupu je kvantitativní teorie peněz, přičemž se vychází z rovnice směny:

$$M \cdot V = P \cdot Q, \quad (4)$$

- kde M označuje množství peněz v ekonomice vyjádřené některým z měnových agregátů;
- písmeno V představuje průměrnou důchodovou rychlost oběhu peněžní jednotky;
- P je agregátní cenová hladina;
- Q představuje reálný agregátní výstup.

Při monetární analýze inflace se pracuje s procentní přírůstkovou verzí rovnice směny:

$$\%M + \%V = \%P + \%Q, \quad (5)$$

- kde symbol % označuje procentuální změnu těchto veličin.

Z rovnice je patrné, že aby nastal dlouhodobý nepřetržitý růst cenové hladiny, musí nastat jedna ze tří následujících možností, a to:

- dlouhodobější a nepřetržitý pokles reálného agregátního výstupu. Tato situace se bohužel v realitě někdy vyskytuje, přestože se jedná o politicky neakceptovatelnou možnost. Bývá označována jako slumpflace;
- dlouhodobější růste průměrné rychlosti oběhu peněžních jednotek. Teoretická možnost, která má však své technické bariéry;
- a konečně dlouhodobější a nepřetržitě zvyšování nabídky peněz (M). Z těchto tří možností je to možnost nejpravděpodobnější, když se z hlediska této rovnice zvyšuje nabídka peněz, nastává inflace.¹⁵

¹⁵ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. Praha: Management Press, 2011, s. 275

Rovnice směny formálně platí vždy, jelikož v praxi známe M, P, Q a rychlost oběhu peněz (V) se pak z této rovnice dopočítá (rovnice se pak nemůže nerovnat). Problém jednak spočívá v tom, že dopočítaná rychlost oběhu je rychlostí skutečnou, a nikoli takovou, která by se spojovala s ekonomicky potřebným množstvím peněz v oběhu. Dále pak nevíme s jistotou, který měnový agregát nejlépe reprezentuje množství peněz v oběhu.

Jestliže se budeme držet toho, že průměrná rychlost oběhu peněz je z dlouhodobého hlediska stabilní, můžeme za potenciálně inflační růst označit růst takový, kdy $\%M > \%Q$, tedy když přírůstky peněz budou vyšší, než přírůstky reálného agregátního výstupu.¹⁶

1.5 Deflace

Deflace je v poslední době velmi často diskutované téma. Míry inflací v ekonomikách Evropské unie se pohybují na velmi nízkých úrovních, leckde, například v Německu, se již s deflací potýkají. Problematika deflace je tedy aktuální otázkou, a proto je potřeba se jí zabývat i zde.

Deflaci je možné definovat jako „*všeobecný a dlouhodobý pokles cen*“.¹⁷ Dále můžeme deflaci definovat podle modelu AS-AD, a to jako „*takovou situaci v ekonomice, kdy dochází k poklesu cenové hladiny*“¹⁸. Z uvedených definic je patrné, že se jedná v podstatě o opak inflace. Když se míra inflace dostane do záporných hodnot, pak se jedná o deflaci. Deflace s sebou obvykle přináší značná negativa, někteří ekonomové deflaci dokonce označují za nebezpečnější, než vysokou míru inflace.

1.5.1 Vznik deflace

Na snižování míry inflace, případně na vznik deflace má vliv mnoho faktorů. Mezi hlavní příčiny řadíme:

- pokles cen nemovitostí;
- pokles cen akcií;
- příliš vysoká nabídka ze strany firem (firmy následně musí snižovat ceny, aby zboží prodaly);
- tendence domácností spíše spořit, než utrácet (tím klesá agregátní poptávka, může být způsobeno například nedůvěrou lidí k ekonomické situaci);

¹⁶ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011, s. 275

¹⁷ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, s. 436

¹⁸ JUREČKA, Václav a . *Makroekonomie*. 1. Praha: Grada, 2010, s. 112

- pokles cen na trzích klíčových komodit (například pokles ceny ropy, se kterým se nyní potýkáme);
- deflace v zemích, se kterými daná ekonomika ve větší míře obchoduje (například aktuální otázka deflačního vývoje v Německu, který se může přenést k nám do ČR, jelikož Německo je náš klíčový obchodní partner);
- rychlé posílení domácí měny vůči měnám zahraničním, které bude mít přímý dopad na snížení cen zboží z importu¹⁹.

1.5.2 Dopady deflace

Prvním dopadem, který je potřeba zmínit, je redistribuční efekt. Ve své podstatě je velmi podobný jako u inflace, jen jde „obráceným“ směrem. Vzhledem k tomu, že kupní síla peněz vlivem deflace roste, nastává přesun bohatství od dlužníků k věřitelům. Dlužníci nominálně dluží stále stejně, nicméně vzhledem k poklesu cen dluží reálně stále více. Podobný přesun bohatství platí také mezi zaměstnanci a zaměstnavateli. Přestože firmy platí svým zaměstnancům stále stejnou mzdu, reálně je mzda vlivem růstu kupní síly peněz stále vyšší.

Podniky se vlivem deflace dostávají do svízelné situace. Firmy mají často dluhy u bank, kterým vlivem redistribučního efektu musí reálně splácet stále více. Na druhé straně mají zaměstnance, kde mají ten samý problém s redistribučním efektem jako v případě bank – reálně platí svým zaměstnancům stále více, přestože mzdy mají fixní. Navíc se s těmito problémy musí vypořádat v době, kdy agregátní poptávka klesá (spotřebitelům se vyplatí šetřit peníze, jelikož mají stále vyšší cenu) a tak prodávají stále méně, musí tedy snižovat ceny. Vzhledem k vyšším nákladům a nižším příjmům podnikům nezbyvá nic jiného, než snižovat mzdy a propouštět. To se samozřejmě dotýká spotřebitelů. Mnohým z nich se snížila mzda, mnozí jsou bez práce, omezují tedy svojí spotřebu a snaží se utrácet stále méně. Stejně tak ti spotřebitelé, kterých se deflace zatím nedotkla snížením příjmů, budou mít tendenci šetřit a příliš neutráct, jelikož ztrácí důvěru v ekonomickou situaci. Krom toho se jim vyplatí s koupí čehokoli nového počkat, protože se snižují ceny, a oni tak ušetří. Tyto faktory potom opět vedou ke snižování agregátní poptávky, firmy vyrábí zboží, které mají problém prodat a tak opět snižují ceny a opět propouští. Tento koloběh se nazývá deflační spirála, a postupně vede k vysoké nezaměstnanosti, krachu podniků a také krachů bank, kterým jejich dlužníci již nebyli schopni splácet. Je tedy zjevné, proč si žádná ekonomika světa nepřeje upadnout do deflace.

¹⁹ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, s. 438

Na druhou stranu však, ne každá deflace musí být vždy škodlivá. Pakliže klesají ceny vlivem vyšší produktivity práce, případně zaváděním nových technologií, žádný problém nenastává, protože poptávka, výroba a příjmy zůstávají stejné.²⁰

²⁰ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, s. 440, 441

2 Česká národní banka, její politika a cíle

V této kapitole se budeme věnovat České národní bance. Na začátku provedeme vymezení této instituce a objasníme její cíle. Dále se budeme zabývat bankovní radou, funkcemi ČNB a na konci této kapitoly pak také aktuálně používaným režimem měnové politiky, kterým je cílování inflace.

Na začátku této kapitoly je potřeba Českou národní banku (ČNB) definovat. „*ČNB je ústřední bankou České republiky a orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem. Česká národní banka jako nezávislá instituce pečuje o cenovou stabilitu, dohlíží na finanční systém, podporuje jeho vyvážený rozvoj a zajišťuje hladký oběh peněz a plynulý platební styk.*“²¹

V této definici se hovoří o ČNB jako o nezávislé instituci. Nezávislost je pro tuto instituci velmi důležitá, a k tomu, abychom si mohli vysvětlit proč, je nutné vymezit hlavní cíl ČNB. Cíle ČNB jsou obsaženy v zákoně č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. „*Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie.*“²²

Hlavním posláním ČNB je tedy péče o cenovou stabilitu, a je to zároveň hlavní důvod, proč by ČNB měla být nezávislá. Jde o to, že pakliže by byla závislá, podřízená vládě, zajištění cenové stability by bylo velmi problematické. Vláda totiž sleduje jiné cíle, než centrální banka. Členové vlády se snaží o to, aby byli znovu zvoleni, a tím jsou motivováni provádět kroky, které jsou populární a kterými mohou získat oblibu u voličů. Soustředí se tak na krátkodobý horizont a dlouhodobé dopady jejich kroků pro ně nemusí být prioritní. Typickým příkladem je snaha vlády o co nejvyšší zaměstnanost. Té se může snažit dosáhnout vysokými vládními investicemi, které, v případě závislé centrální banky, mohou být financovány z peněz získaných prodejem dluhopisů centrální bance. Centrální banka by se pak nevyhnula emisi peněz, a tak by nevyhnutelně docházelo k vyšší míře inflace a cíl cenová stabilita by pak zůstal nenaplněn. Je prokázáno, že ve státech disponujících centrální bankou s vyšší mírou nezávislosti bývá nižší inflace, než v zemích, kde je míra nezávislosti vyšší.

²¹ O ČNB. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-04]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/

²² Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 2, odst. 1.

2.1 Bankovní rada České národní banky

Bankovní rada je nejvyšším řídicím orgánem ČNB. Určuje, jak se bude uskutečňovat monetární politika, a jaké nástroje se budou pro dosahování cílů využívat. Bankovní rada si také stanovuje cíle, kterých chce dosáhnout - obecné cíle jsou definované v zákoně (péče o cenovou stabilitu), ale konkrétní cíle (například dvouprocentní míra inflace) si již stanoví sama. Dále pak bankovní rada schvaluje rozpočet ČNB, stanovuje zásady činnosti a obchodů ČNB, stanovuje organizační uspořádání, věnuje se pracovněprávním vztahům se zaměstnanci ČNB atd.

2.1.1 Složení bankovní rady

Bankovní se skládá z guvernéra, jímž je momentálně Miroslav Singer, dvou viceguvernérů, kterými jsou Mojmir Hampl a Vladimír Tomšík, a čtyř členů bankovní rady, jimiž jsou Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Jiří Rusnok a Pavel Řežábek. Bankovní rada je tedy sedmičlenná. Členové bankovní rady jsou jmenováni prezidentem republiky, a to na dobu 6 let, přičemž mohou být jmenováni maximálně dvakrát. Šestileté funkční období členů bankovní rady je jedním z nástrojů, který má zajistit nezávislost ČNB. Jde o to, že funkční období prezidenta, který jmenuje členy bankovní rady, je o rok kratší, tedy 5 let, a tak členové bankovní rady ve snaze o opětovné jmenování nemusí plnit přání prezidenta republiky, jelikož až bude jejich první funkční období u konce, je velká pravděpodobnost, že prezidentem v tu dobu bude již někdo jiný.

Členem bankovní rady může být pouze osoba splňující následující podmínky:

- plná způsobilost k právním úkonům;
- vysokoškolské vzdělání;
- bezúhonnost - nesmí být pravomocně odsouzen pro trestný čin;
- musí být zkušenou osobou v měnových záležitostech či v oblasti finančního trhu.²³

Problematické je případné odvolání člena bankovní rady. Vzhledem k nezávislosti ČNB nenese člen bankovní rady přílišnou odpovědnost za své kroky, a odvolat jej lze pouze kvůli tomu, přestane-li splňovat některou z výše zmíněných podmínek, případně „*dopustil-li se vážného pochybení*“²⁴. Problém je v tom, že nikde není specifikováno, co přesně to vážné pochybení je. Nedostatek odpovědnosti členů bankovní rady je jedním z argumentů odpůrců nezávislých centrálních bank.

²³ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 6, odst. 6.

²⁴ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 6, odst. 10

Členem bankovní rady nemůže být osoba působící ve vládě či v parlamentu, opět z důvodů nezávislosti ČNB, dále pak členem nemůže být osoba zastávající vysoké funkce v jiných bankách, případně jiných podnikatelských subjektech, a to kvůli tomu, aby nedošlo ke střetu zájmů.

Bankovní radě při jednání předsedá guvernér. Pakliže guvernér není přítomen, předsedá jí pověřený viceguvernér. Bankovní rada přijímá svá rozhodnutí po hlasování, přičemž na přijetí dané záležitosti stačí prostá většina hlasů. Když nastane situace, že hlasování vyjde nerozhodně, rozhodujícím hlasem je hlas předsedajícího. Vzhledem k tomu, že je pro ekonomiku důležité, aby monetární a fiskální politika byly koordinovány, nebo alespoň nešly proti sobě, je zde možnost pro ministra financí, případně jiného pověřeného člena vlády, aby se účastnil jako poradní hlas zasedání bankovní rady, případně bankovní radě může předkládat návrhy k projednání. To samé platí i naopak, guvernér ČNB, případně viceguvernéři, se mohou účastnit schůze vlády.²⁵

2.2 Funkce České národní banky

Postavení ČNB je velmi odlišné od postavení ostatních (komerčních) bank. S tím souvisí také rozdílnost ve funkcích, které ČNB zastává. ČNB zastává následující funkce:

- funkce emisní;
- funkce vrcholového subjektu měnové politiky;
- regulace a dohled nad bankovním systémem;
- banka státu;
- banka bank;
- devizová činnost centrálních bank.

První jmenovanou je **funkce emisní**. Spočívá v tom, že centrální banka vydává, ale také stahuje hotovostní peníze z oběhu. ČNB, stejně tak jako ostatní centrální banky ve světě, mají na tuto funkci takzvaný emisní monopol. Emisní monopol znamená, že nikdo jiný, než centrální banka hotovostní peníze vydávat nemůže. U nás v ČR netiskne peníze přímo centrální banka, ale Státní tiskárna cenin, nicméně ČNB si u této instituce objednává potřebné objemy peněz, a pouze ČNB má právo je vydat do oběhu.

Funkcí **vrcholového subjektu měnové politiky** se rozumí zejména dosahování cílů spojených s měnovou politikou, tedy primárně dosahování cenové stability. Tuto funkci

²⁵ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, § 7, odst. 1

můžeme chápat dvojím způsobem. Centrální banka může měnovou politiku pouze provádět, s tím, že si o cílech a použitých nástrojích nerozhoduje sama (v případě centrálních bank ovlivněných vládou), nebo si o měnové politice rozhoduje sama (samozřejmě v rámci daném zákonem). Sami si potom stanovují konkrétní cíle, včetně způsobů, jak jich dosáhnout. ČNB se týká druhý případ, je v měnových věcech samostatná.

V rámci funkce **regulace a dohled nad bankovním systémem** ČNB koncipuje a prosazuje pravidla pro činnost komerčních bank, a také kontroluje, zdali jsou tato pravidla dodržována. Aby daná pravidla byla bankami dodržována, musí za ně nést odpovědnost, a musí být možnost, v případě nedodržování těchto podmínek, bankám ukládat sankce. V případě značných porušení pravidel může následovat i ztráta bankovní licence a tím i ukončení činnosti dané banky. Česká národní banka dohlíží nejen na bankovní systém, ale i na celý systém finanční.²⁶

ČNB je také **bankou státu**. Znamená to, že vede účty a provádí určité operace pro vládu, orgány státní moci a správy a centrální orgány. Patří sem také pokladní plnění státního rozpočtu - centrální banky vedou účty, úhrady a inkasa, které souvisejí se státním rozpočtem a jeho hospodařením. ČNB také na základě dohody s Ministerstvem financí provádí operace, které jsou spojené s emisí státních dluhopisů.

Funkce **banky bank** vychází ze vztahu ČNB vůči komerčním bankám. Tento vztah do značné míry připomíná vztah mezi komerčními bankami na jedné straně a fyzickým a právnickým osobami na straně druhé. Centrální banka od ostatních bank přijímá vklady, poskytuje jim úvěry, provádí s bankami operace s cennými papíry a také vede bankám účty, včetně zúčtování mezi jednotlivými účty bank.

Banky si k centrální bance ukládají peníze ze dvou důvodů. Buď proto, že musí - tady se jedná o povinné minimální rezervy (v současné době se jedná o 2 % z objemu závazků banky, jejichž splatnost nepřevyšuje 2 roky, vůči nebankovním subjektům. Dále si do centrální banky mohou převádět peníze dobrovolně, a to zejména kvůli mezibankovnímu styku.

Úvěry u ČNB si banky berou buď proto, že úrokové sazby jsou opravdu nízké, a představují tak levný zdroj peněžních prostředků, nebo kvůli tomu, že mají problém se zajištěním likvidity. Úvěr od centrální banky je pak pro komerční banku levnější, než případná půjčka z mezibankovního trhu.

²⁶ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. Praha: Management Press, 2012, s. 215

Poslední jmenovanou funkcí je **devizová činnost centrálních bank**. Do této funkce patří především držení devizových rezerv a operace s těmito rezervami na devizovém trhu.

Tyto operace mají čtyři základní roviny:

- zajištění devizové likvidity daného státu;
- snaha o udržování hodnoty devizových rezerv;
- zajištění, aby devizové rezervy byly výnosné;
- a konečně ovlivňování měnového kurzu dané měny prostřednictvím nákupů zahraniční měny za měnu domácí (pak dochází k deprecaci kurzu domácí měny), nebo naopak prodeje zahraniční měny (čímž dochází k apretaci kurzu).²⁷

2.3 Nástroje centrálních bank

Centrální banky používají pro dosahování svých cílů čtyři hlavní nástroje - operace na volném trhu, povinné minimální rezervy, automatické a mimořádné facility a kursové intervence. Nyní se na tyto nástroje podíváme podrobněji.

Operace na volném trhu jsou nástrojem, v jehož rámci centrální banka nakupuje a prodává cenné papíry. Prostřednictvím nákupů a prodeje cenných papírů tak působí na peněžní zásobu (množství peněz v ekonomice). Když chce centrální banka zvýšit peněžní zásobu, může nakupovat cenné papíry (například od komerčních bank), čímž „vypustí“ peníze do ekonomiky a množství peněz v ekonomice se tak zvýší. Když chce pak peněžní zásobu snížit, může cenné papíry bankám prodat. ČNB v rámci tohoto nástroje používá zejména dvoutýdenní repo operace, které znamenají, že ČNB prodává cenné papíry komerčním bankám, a to na 14 dní, poté je od komerčních bank odkoupí zpět za úrok, kterým je takzvaná repo sazba (aktuálně jsou repo sazby na velmi nízké úrovni 0,05 %). Takto ČNB stahuje volnou likviditu od komerčních bank.

Dalším nástrojem jsou **povinné minimální rezervy**. Komerční banky přijímají od svých klientů vklady, a tak je potřeba, aby si vytvářeli určité rezervy pro případ, že by jim došla likvidita. K tomuto účelu slouží povinné minimální rezervy – jedná se o určité procento z vkladů, které komerční banky přijaly (aktuálně se jedná o 2 %), a toto procento musí být odloženo u centrální banky pro případ nedostatku likvidity. Tyto prostředky jsou od 12. 7. 2001 úročeny 2T repo sazbou ČNB (předtím tyto prostředky úročeny nebyly).²⁸

²⁷ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, s. 78

²⁸ PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 199

Automatické facility jsou nástrojem pro ukládání či poskytování likvidity přes noc. Dělí se na depozitní a marginální zápůjční facility. Depozitní facility představují možnost pro komerční banky uložit si u ČNB přes noc volnou likviditu. Tato likvidita pak bude úročena diskontní sazbou. Diskontní sazba tak představuje dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Naproti tomu marginální zápůjční facility představují možnost pro komerční banky zapůjčit si přes noc likviditu od ČNB. Tyto prostředky jsou pak úročeny lombardní sazbou. Vzhledem k tomu, že u nás komerční banky obvykle mají trvalý přebytek likvidity, se tento nástroj příliš nevyužívá.²⁹ **Mimořádné facility** jsou zavedeny od roku 2008. Jsou zde zahrnuty již jen dodávací repo operace s dobou splatnosti dva týdny. Jedná se opět o nástroj na dodávání likvidity bankám. Zapůjčené prostředky jsou úročeny repo sazbou, ke které se přičítá 10 bazických bodů.³⁰

Posledním nástrojem jsou **kursové intervence**. Tyto intervence můžeme definovat jako „ovlivňování vztahu mezi nabídkou a poptávkou na devizových trzích za účelem ovlivňování vývoje měnového kurzu domácí měny“³¹. Hodnota měnového kurzu je v tržních ekonomikách dána zejména vztahem mezi nabídkou a poptávkou dané měny na devizovém trhu. Centrální banka se tak může snažit o ovlivnění vztahu mezi nabídkou a poptávkou a tím hodnotu kurzu pozměnit tak, jak potřebuje. Centrální banka tyto intervence provádí prostřednictvím nákupu či prodeje zahraniční měny za měnu domácí. Nákup zahraniční měny vede ke znehodnocení kurzu – do oběhu se dostává větší množství domácí měny, čímž poptávka klesá a kurz depreciuje, a naopak prodej zahraniční měny za měnu domácí vede k zhodnocení kurzu.³²

Tento nástroj se používá poměrně ojediněle, nicméně lze použít například tehdy, jsou-li již měnověpolitické úrokové sazby na technické nule, ale zároveň je potřeba další uvolňování měnové politiky – následně se může využít devizových intervencí, které povedou k oslabení kurzu domácí měny. Do této situace se dostala ČNB v roce 2013, kdy se bankovní rada zavázala udržovat kurz koruny vůči euru na 27 CZK/EUR.

Prostřednictvím těchto nástrojů může Česká národní banka dosahovat svých cílů. Zvýšení peněžní zásoby může ČNB teoreticky dosáhnout nákupem cenných papírů, snížením povinných minimálních rezerv, snížením úrokových sazeb a zvyšováním devizových rezerv. To by pak mělo krátkodobě vést k vyšší zaměstnanosti, růstu HDP a také růstu míry inflace,

²⁹ Měnověpolitické nástroje. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html

³⁰ Parametry dodávací repo operace. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/parametry_dodavaci_repo.html

³¹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011, s. 239

³² Tamtéž, s. 239

jedná se pak o expanzivní měnovou politiku. Naproti tomu snížení peněžní zásoby je možno dosáhnout prodejem cenných papírů, zvýšením povinných minimálních rezerv, zvýšením diskontních sazeb nebo prodejem deviz. Jedná se o restriktivní měnovou politiku, jejímž účelem bývá snížení míry inflace.³³

2.4 Cílování inflace

Cílování inflace je systém, který byl poprvé uplatněn v roce 1989 Rezervní bankou Nového Zélandu. V České republice se cílování inflace využívá od roku 1998, přičemž do té doby se uplatňoval měnověpolitický režim cílování peněžní zásoby. Důvod pro přechod k režimu cílování inflace byl jednak ten, že monetaristický transmisní mechanismus byl spojen s určitými problémy a nejasnostmi – například se jedná o nejasný vztah měnových agregátů k inflaci, dále nestabilita peněžního multiplikátoru a důchodové rychlosti peněz³⁴. Dalšími důvody bylo, že stávající režim měnové politiky nebyl schopen ukotvit inflační očekávání, krom toho, pro obyčejné lidi je pochopitelnější, co je to inflace, než co je M2, která byla do té doby cílována. V ČR, stejně tak jako v dalších zemích, jako například Švédsko či Finsko, se za hlavní důvod přechodu na tento režim dá označit zhroucení fixního kurzu, který se zde do té doby používal, a přechodem na kurz plovoucí tehdejší měnová politika přišla o pevný, opěrný bod. V České ekonomice byla navíc v době před zavedením režimu cílování inflace poměrně vysoká setrvačná inflace, a přestože jsme na tom byli ze zemí střední a východní Evropy nejlépe, bylo potřeba tuto setrvačnost překonat. Například index spotřebitelských cen v březnu roku 1998 dosáhl na 13,8 %, a očekávaná inflace pro konec tohoto roku se pohybovala dokonce okolo 15-16 %. Zásadní úlohou cílování inflace tak bylo ovlivnit inflační očekávání, přesvědčit trh o tom, že nebude docházet k dalším akceleracím inflace a tím stabilizovat situaci.

2.4.1 Podstata cílování inflace

Cílování inflace spočívá v tom, že si centrální banka stanovuje cíle spočívající v určité míře inflace, ve vyspělých zemích se za optimální považuje míra inflace ve výši 2-3 %. Tento cíl pak centrální banka vyhlásí, a za pomoci svých nástrojů se ho snaží dosáhnout. Významným rysem této strategie je její střednědobost. Je zde snaha o vytvoření systému, který bude transparentní a zároveň čitelný pro veřejnost. K hlavním znakům tedy patří veřejné explicitní

³³ PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007, s. 200

³⁴ MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2003, s. 217

vyhlášení inflačního cíle. Tímto cílem centrální banka v podstatě vyjadřuje závazek vůči veřejnosti, přičemž tento závazek významně ovlivňuje inflační očekávání všech účastníků trhu. V tomto měnověpolitickém režimu se zohledňuje celá řada věcí - peněžní agregáty, měnový kurz, proměnné z trhu práce, produkční mezera, úrokové míry, hospodaření veřejných rozpočtů a podobně.

Významnou vlastností cílování inflace je její transparentnost. Transparentnost v této souvislosti znamená, že případné změny nástrojů (například úrokových měr) nejsou pro tržní subjekty překvapením. Transparentní měnová politika totiž vychází z aktuální ekonomické situace, a na základě ní se rozhoduje. Transparentní měnová politika je tedy dobře předpověditelná.³⁵

Při svém rozhodování se bankovní rada řídí prognózami, vyhodnocuje rizika, která by mohla nastat při nenaplnění dané prognózy. Následně Bankovní rada hlasuje, jakým způsobem by se měly změnit nástroje, aby bylo dosaženo vyhlášených cílů. Pomocí nástrojů se tak centrální banka snaží o kompenzaci tlaků, které vychylují inflaci mimo inflační cíl. Nástroje, které má centrální banka k dispozici, však nepůsobí na míru inflace přímo, ale nepřímou přes **transmisní mechanismus**. Transmisní mechanismus se dá definovat jako „*řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení operačního cíle vedly k žádoucím změnám inflace*“³⁶. Tradičním operačním cílem jsou tržní krátkodobé úrokové míry, které ČNB ovlivňuje typicky pomocí nastavení dvoutýdenních repo sazeb. Transmisní mechanismus působí obvykle více kanály, z nichž 4 základní jsou úvěrový kanál, výdajový kanál, podnikatelský kanál a kanál měnového kurzu. **Úvěrový kanál** se týká úvěrů, strana nabídky jsou komerční banky, strana poptávky pak domácnosti a podniky. Když centrální banka za pomoci repo sazeb sníží tržní úrokové míry (snížení repo sazeb vede ke snížení úrokových měr na mezibankovním trhu, a následně snižují úrokové míry i banky pro své klienty), zvýší se poptávka po úvěrech, a to jak ze strany podniků, tak ze strany domácností. To vede ke zvyšování peněžní zásoby a potom také ke zvyšování zaměstnanosti, růstu HDP a také růstu inflace. **Podnikatelský kanál** do značné míry souvisí s kanálem úvěrovým. Když se sníží úvěrové sazby, zvýší se tím i podnikatelská aktivita (podniky mají levnější zdroje pro financování svých činností), to pak vede opět ke zvyšování zaměstnanosti, růstu HDP a inflace. **Výdajový kanál** spočívá v ochotě domácností buď spořit, nebo naopak peníze spíše utracet. Nižší úrokové míry obvykle vedou k tomu, že lidé často raději utrací peníze, než aby je spořili, jelikož se jim to vzhledem k nízké výnosnosti peněz uložených v bance příliš

³⁵ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, s. 454

³⁶ Tamtéž, s. 459

nevyplatí. Zvýšená poptávka potom opět vede k vyšší zaměstnanosti, růstu HDP a k inflaci. Tento kanál je velmi důležitý, jelikož spotřební výdaje v ekonomikách obvykle tvoří velkou část HDP. Poslední cestou je **kanál kurzový**. V tomto případě snížení úrokových měr může vést k depreciaci domácího kurzu, která je způsobena odlivem spekulativního kapitálu do zemí, kde je úroková míra vyšší. Oslabená domácí měna pak působí na zaměstnanost, HDP a inflaci dvěma cestami – oslabení kurzu jednak vede ke skokovému zdražení zboží a služeb importovaného ze zahraničí, a jednak tato situace vede k vyšší poptávce po domácím zboží a menší poptávce po zboží ze zahraničí (vlivem vyšších cen), stejně tak roste poptávka v zahraničí po zboží a službách, které jsou z dané ekonomiky dovezeny, jelikož jejich cena je pro tamní podniky a domácnosti nižší, to pak vede k vyšší zaměstnanosti, růstu HDP a inflace.³⁷

Jak je vidět, krátkodobé tržní úrokové míry jsou pro ČNB velmi důležitou záležitostí, nicméně problém nastává v okamžiku, kdy je repo sazba na technické nule, a přitom je nadále potřeba uvolňovat měnovou politiku, aby bylo dosaženo stanovených inflačních cílů. V takovém případě musí bankovní rada najít alternativní řešení, kterým v případě ČNB jsou již zmíněné devizové intervence, kterým se budeme více věnovat v následujících kapitolách této práce.

³⁷ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, s. 462

3 Vývoj inflace v ČR od roku 1998

V této kapitole se budeme zabývat vývojem inflace v České republice od roku 1998, tedy od roku, kdy byl u nás zaveden režim cílování inflace. Důležitým prvkem této části práce bude zejména graf zachycující vývoj inflace u nás, přičemž následně budou rozebrány faktory, které měli v jednotlivých letech na míru inflace hlavní vliv.

Na úvod je potřeba říci, že Česká republika v porovnání s ostatními státy bývalého socialistického bloku na tom byla z hlediska míry inflace relativně nejlépe. Po pádu komunismu v roce 1989 sice ceny razantně rostly a míra inflace se pohybovala v řádu několika desítek procent, jednalo se však pouze o důsledek deregulace cen v naší ekonomice a vyšší míra inflace tak v těchto prvních letech byla přirozená a dalo by se říci, že byla pod kontrolou, na rozdíl například od Ruska, kde po liberalizaci cen nastala hyperinflace (například v roce 1992 zde dosahovala inflace míry 2608,8 %). U nás jsme se tak s hyperinflací potýkat nemuseli, nejvyšší míra inflace zde byla v roce 1991, a to 56,6 %, a následně měla až do roku 1997 sestupné tendence (v tomto roce dosahovala 8,5 %), pak ale nastali určité komplikace, které si žádali řešení a kterým se budeme věnovat v následujících odstavcích.

3.1 Ekonomická situace před rokem 1998

Než se pustíme do samotné analýzy sledovaného období, je potřeba se blíže podívat na roky tomuto období předcházející. Před rokem 1998 se česká ekonomika potýkala s problémy zapříčiněnými do značné míry přechodem na tržní ekonomiku. Pro toto období byla typická vysoká poptávka, vyvolaná jednak přechodem na tržní způsob hospodaření - byly zkrátka dostupné produkty a služby, které před rokem 1989 dostupné nebyly a lidé toho tak využívali a nakupovali. Vysoké poptávce svědčila také nízká nezaměstnanost, která se pohybovala až do konce roku 1996 okolo 3 %, zatímco v jiných postkomunistických zemích se v té době pohybovala často i v dvouciferných číslech. Takto nízká nezaměstnanost byla způsobena do značné míry tím, že investiční fondy bank často vlastnily většinu akcií tuzemských podniků, a stejné banky pak tyto podniky, jako jejich většinoví vlastníci, úvěrovaly. Díky tomu byla nezaměstnanost nízká, nicméně, také se kvůli tomu držely i ty podniky, které nebyly konkurenceschopné, a měly zkrachovat. V této souvislosti také docházelo k velkému množství špatných úvěrů a bankovních tunelů nevídaných rozměrů, které v druhé polovině 90. let vedly ke krizi bankovního sektoru. Na růst poptávky měl také vliv neustálý růst mezd, který byl ale vyšší, než růst produktivity práce.

Problémem při vysoké poptávce byla nízká nabídka ze strany tuzemských firem, která byla zapříčiněna nedokončenou privatizací a nedokončenou restrukturalizací v podnikové sféře. To vedlo k narůstání vnější nerovnováhy – import převyšoval export. Typický byl také příliv zahraničního kapitálu, zapříčiněný liberalizací kapitálových toků a také kombinací vysokých úrokových měr a fixního kurzu. Vysoká poptávka a příliv zahraničního kapitálu zvyšujícího peněžní zásobu představovaly značné inflační tlaky. Vzhledem k těmto inflačním tlakům a k přehřívání ekonomiky by bylo žádoucí, aby veřejné rozpočty v tuto dobu byly přebytkové, nicméně ty byly deficitní. ČNB ve snaze omezit příliv zahraničního kapitálu zvýšila kurzové flukтуаční pásmo z 0,5 % na 7,5 %, a v polovině roku 1996 ve snaze utlumit inflační tlaky zvyšovala úrokové sazby.

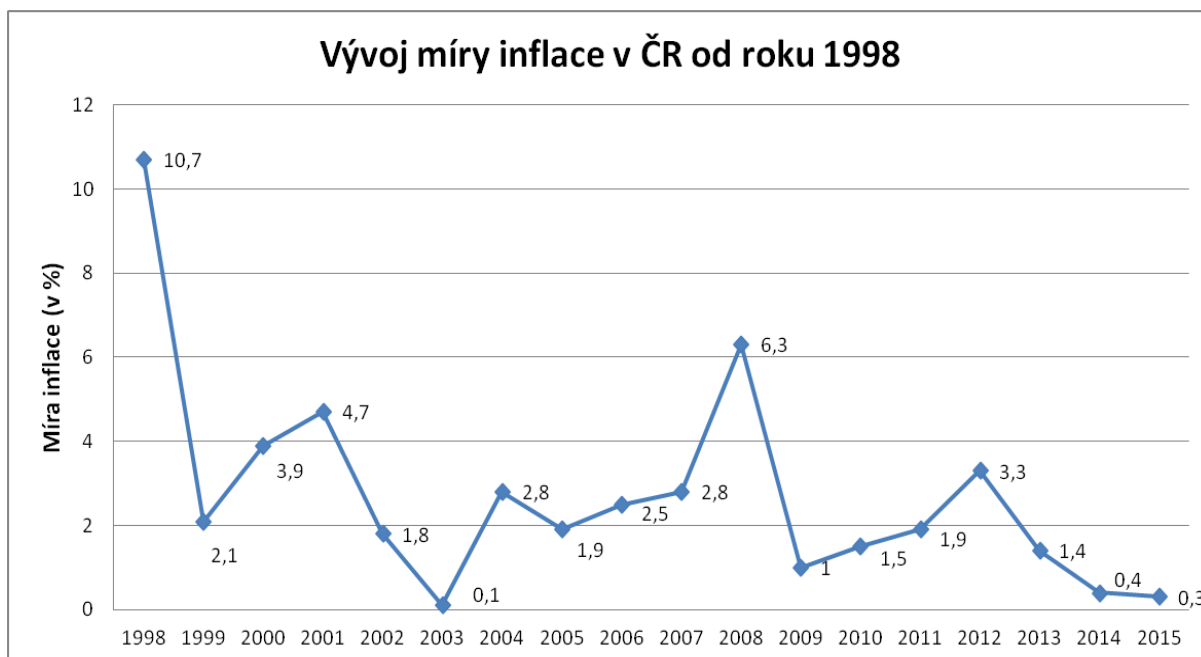
Makroekonomické nerovnováhy se však v roce 1997 stále prohlubovaly, problém byl v příliš rychlém růstu mezd oproti růstu produktivity práce, nerovnováze zahraničního obchodu a deficitu veřejných rozpočtů. V té době začali investoři vývoj ekonomiky považovat za neudržitelný, očekávalo se oslabení koruny. Tyto faktory, umocněné ještě měnovou krizí v jihovýchodní Asii vedly k měnové krizi české koruny. Investoři se zbavovali českých korun, kapitál začal opouštět českou ekonomiku a koruna oslabovala - tato krize vrcholila v květnu roku 1997. Na to reagovala ČNB rozsáhlými devizovými intervencemi ve snaze udržet korunu ve flukтуаčním pásmu, a zároveň silně zvyšovala úrokové sazby (repo sazba byla zvýšena až na v dnešní době nepředstavitelných 39 %), posléze pak nastal zřejmě nevyhnutelný přechod od fixního k plovoucímu kurzu. Růst peněžní zásoby pak v druhé polovině roku 1997 zpomalil a úrokové míry se vrátily na nižší hodnoty.³⁸ Stejně tak nyní již plovoucí kurz se stabilizoval na nové, nižší úrovni, kdy například dolar v lednu roku 1997 stál 27,516 CZK, v červenci tohoto roku to pak bylo již 33,576 CZK a v následujících měsících již nedocházelo k výraznějším výkyvům.³⁹

3.2 Vývoj míry inflace v období 1998 - 2015

Nyní, když jsme si přiblížili ekonomickou situaci před rokem 1998 a známe tak souvislosti, se již můžeme podívat na samotný vývoj míry inflace ve sledovaném období. Vývoj míry inflace v ČR od roku 1998 je zobrazen na následujícím grafu:

³⁸ JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004, s. 498 - 501

³⁹ USD průměrné kurzy 1997. *Kurzy.cz* [online]. Praha, 1997 [cit. 2016-02-08]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/USD-americky-dolar/1997/>



Obrázek 3: Vývoj míry inflace v ČR od roku 1998

Zdroj dat: Česká republika od roku 1989 v číslech. In: *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-od-roku-1989-v-cislech#03>

Z grafu je patrné, že tendence ve vývoji míry inflace je z dlouhodobého hlediska klesající. Nejvyšší míra inflace byla na začátku sledovaného období, a to 10,7 %, nejnižší pak v roce 2003, kdy se pohybovala těsně nad nulou. Ke konci sledovaného období pak můžeme pozorovat postupný pokles až k 0,3 % v roce 2015.

V roce **1998** byla míra inflace z celého sledovaného období nejvyšší, dosahovala 10,7 %. Jednalo se o nárůst o 2,2 % oproti roku 1997, kdy míra inflace dosahovala 8,5 %. Hlavní podíl zde mělo zejména prvních 5 měsíců tohoto roku, kdy se míra inflace pohybovala okolo 13 %. Na vině byl růst regulovaných cen a sazeb nepřímých daní, konkrétně se jednalo o zvýšení DPH z 5 % na 22 % u plynu, elektřiny a pevných paliv, dále zvýšení spotřebních daní u tabáku, alkoholu a pohonných hmot, které vedlo ke zvýšení cen u tabáku o 5,6 %, u alkoholu o 7,5 % a u pohonných hmot o 5,1 %. Promítlo se také zrušení dotací u školního stravování, kde se cena zvýšila o 19,2 %, omezily se také dotace na dodávky tepla do domácností a zvýšilo se zákonné pojištění u motorových vozidel o 59,4 %. Rostla i čistá inflace, a to zejména z důvodů depreciace kurzu koruny, negativních inflačních očekávání a také vlivem zvýšení ceny potravin, které rostly kvůli povodním.⁴⁰ Tyto inflační tlaky se ale

⁴⁰ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1998, **1998**(1) [cit. 2016-02-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_rijen/index.html

týkaly převážně prvních 5 měsíců tohoto roku, v následujících měsících naopak začaly převládat tlaky deflační. Jednalo se zejména o pokles poptávky, která byla způsobena poklesem spotřeby domácností - vznikala nejistota na trhu práce a klesaly reálné příjmy domácností. Klesaly také investiční výdaje podniků, vyvolané jednak posilováním koruny v druhém pololetí, a také komplikovanějším přístupem k úvěrům. K deflaci přispívaly i výdaje vlády, protože byly přijaty úsporné balíčky, které vládní výdaje do jisté míry omezily (vládní výdaje v té době meziročně klesly o 2,7 %). Ke konci roku také výrazně zlevňovaly potraviny, a to kvůli dovozu dotovaných potravin z EU a bojem mezinárodních obchodních řetězců o podíly na trhu v ČR. K deflaci také přispělo pozitivní inflační očekávání. Tyto faktory pak vedly k tomu, že se míra inflace snižovala z hodnot okolo 13 % na začátku roku, až na 6,8 % v prosinci roku 1998.⁴¹

Rok **1999** přinesl nejnižší míru inflace od počátku transformace české ekonomiky - 2,1 %, a jednalo se tak o výrazný pokles oproti roku 1998. Docházelo také k růstu nezaměstnanosti. Protiinflačně stále působily pokračující vlivy z druhé poloviny roku 1998, a to zejména pokles poptávky, nízké ceny surovin na mezinárodních trzích a pokles cen potravin, způsobený domácí nadvýrobou a dovozem dotovaných potravin ze zemí EU. Svého naprostého minima dosáhla míra inflace v měsíci září, kdy spadla na 1,1 %, nicméně v následujících měsících pak lehce rostla až na prosincové 2,5 %. Tento mírný růst byl způsoben zastavením poklesu cen potravin a růstem cen energetických surovin na světových trzích.⁴²

Během roku **2000** docházelo opět k oživení ekonomické aktivity v České republice. Rostla poptávka, vývoj na trhu práce byl příznivý a koruna posilovala. HDP v roce 2000 vzrostlo na 4,3 % oproti 1,4 % v roce 1999. Inflace měla oproti předchozímu roku rostoucí tendence, vzrostla na 3,9 %, což bylo způsobeno primárně exogenním nákladovým šokem ve formě vysokých cen energetických surovin. V menší míře pak růstu míry inflace přispěl i růst poptávky.⁴³

V roce **2001** pak nadále pokračoval hospodářský růst, klesala nezaměstnanost a naše měna posilovala. Míra inflace vzrostla na 4,7 %, a to zejména vlivem 2. čtvrtletí tohoto roku, kdy rostla peněžní zásoba - docházelo k přílivu investic, rostly také ceny potravin, rekreace a kultury, inflace tak například v červenci dosáhla 5,1 %, zatímco na začátku tohoto roku se

⁴¹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1999, **1998**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/index.html

⁴² ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1999, **1999**(4) [cit. 2016-02-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/index.html

⁴³ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2000**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/index.html

pohybovala okolo 4 %.⁴⁴ Ve 3. čtvrtletí se tento trend však otočil a míra inflace začala opět klesat. Protiinflačně působila naše měna, která posilovala, protiinflačně působil také vývoj cen ropy na světových trzích.⁴⁵ Ve 4. čtvrtletí dezinflace neustávala, a po výkyvu ve 2. čtvrtletí se na konci roku míra inflace vrátila zpět na úroveň ze začátku roku (v prosinci 4,1 %). Důvodem byla výše zmíněná apreceiace koruny a také zastavení růstu cen potravin a rekreací.⁴⁶

V následujícím roce, tedy v roce **2002** míra inflace klesla na 1,8 %. Tento fakt byl způsoben trvajícím protiinflačním vlivy, v tomto případě nákladovými faktory – klesaly ceny dovozních surovin, zejména pak ropy. To bylo ještě umocněno silnou apreceiací koruny, jak vůči euru, tak i dolaru. Například dolar stál v lednu tohoto roku 36,325 CZK, zatímco druhé polovině roku se již pohyboval na ceně okolo 30 CZK.⁴⁷ Nezaměstnanost v tomto roce rostla a ekonomika rostla pomaleji, než v roce předchozím. Tento fakt byl do značné míry způsoben zpomalením ekonomického růstu u našich významných obchodních partnerů ze zemí EU. HDP však u nás rostlo rychleji, než v těchto zemích – u nás o 1,6 %, zatímco například v Německu se jednalo o 0% růst HDP.⁴⁸

V roce **2003** byla zaznamenána vůbec nejnižší míra inflace od transformace, a to pouhých 0,1 %. V některých měsících tohoto roku se inflace dostala dokonce do záporných hodnot, jednalo se tedy o deflaci. Důvodem tohoto stavu byl meziroční pokles cen potravin vyvolaný přetlakem na trhu zemědělských komodit, neustálá apreceiace koruny, která způsobovala pokles cen zboží importovaného ze zahraničí, a také pokles regulovaných cen – meziročně klesaly ceny plynu a elektrické energie. Po většinu roku se tak míra inflace pohybovala okolo nuly, oživení pak nastalo ve 4. čtvrtletí, kdy míra inflace vzrostla na 1 % převážně vlivem cen potravin, které začaly opět růst.⁴⁹

Po roce 2003, který se vyznačoval velmi nízkou mírou inflace, v roce **2004** opět nastal její růst. Průměrná roční míra inflace v tomto roce byla 2,8 %. Velký vliv na tento růst měl zvýšení ceny pohonných paliv (kvůli zvýšení ceny ropy na světových trzích). Dalším

⁴⁴ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2001**(2) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_cervenec/index.html

⁴⁵ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2001**(3) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_rijen/index.html

⁴⁶ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2002, **2001**(3) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/index.html

⁴⁷ USD průměrné kurzy 2002. *Kurzy.cz* [online]. Praha, 1997 [cit. 2016-02-08]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/USD-americky-dolar/2002/>

⁴⁸ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2003, **2002**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/index.html

⁴⁹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2004, **2003**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/index.html

významným faktorem byly změny v oblasti nepřímých daní. Tyto změny byly obousměrné, u některých statků se DPH snížilo z 22 % na 19 %, ale zároveň se celá řada statků a služeb nově danila základní sazbou daně z přidané hodnoty. V celkovém součtu pak tyto změny vedly k růstu spotřebitelských cen. Dalším vlivem na růst míry inflace byl pak růst cen potravin v důsledku nepříznivých klimatických podmínek. Ceny potravin však stouply pouze v prvním čtvrtletí tohoto roku.⁵⁰

V roce **2005** se míra inflace snížila na 1,6 %. Protiinflačně působily klesající ceny potravin způsobené meziročním poklesem cen zemědělských výrobků rostlinného původu. Inflačně naopak působil růst cen pohonných hmot a zemního plynu.⁵¹

Rok **2006** se vyznačoval silným hospodářským růstem, a to o 7,1 %. Míra inflace vzrostla na 2,5 %. Růst míry inflace nebyl způsoben inflačními tlaky, jaké v době ekonomického růstu obvykle působí (například růst mezd či zvyšování zaměstnanosti) ale podepsalo se na něm zejména zvyšování regulovaných cen - v jejich rámci pak zejména růst cen elektrické energie, zemního plynu a tepla pro domácnosti. Ze začátku roku proinflačně působil také růst cen pohonných hmot, nicméně ve 3. čtvrtletí šla cena pohonných hmot dolů a působila naopak protiinflačně.⁵²

V roce **2007** míra inflace lehce vzrostla na 2,6 %. Inflačně působil jednak ekonomický růst, který v tomto roce byl opět vysoký – 5,1 %. Růst inflace také podporovaly zvyšující se ceny potravin (zejména v závěru roku) a růst regulovaných cen – zejména telekomunikačních služeb. Zvyšovaly se také ceny energetických surovin na světových trzích, jejich růst však byl částečně kompenzován zpevněním koruny vůči dolaru.⁵³

Z grafu je patrné, že v roce **2008** došlo k výraznému růstu míry inflace, a to až na 6,3 %. Takto vysoká inflace byla důsledkem několika vlivů. Podíl na tomto stavu měla vysoká výkonnost ekonomiky. Snižovala se nezaměstnanost, zvyšovaly se mzdy, což dopomohlo k růstu poptávky po spotřebitelských produktech. Výrazným vlivem bylo také zvýšení sazby DPH. Konkrétně rostla snížená sazba DPH, a to z 5 % na 9 %. Rostly také ceny potravin a ceny energetických surovin na světových trzích – dopady však byly tlumeny neustále

⁵⁰ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2005, **2004**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_leden/index.html

⁵¹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2006, **2005**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/index.html

⁵² ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2007, **2006**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/index.html

⁵³ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2008, **2007**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_I/index.html

posilujícím kurzem koruny vůči dolaru (v roce 2007 stál dolar v průměru 20,308 CZK, zatímco v roce 2008 to již bylo pouze 17,035 CZK). V závěru roku se pak míra inflace výrazně snižovala, stejně tak klesalo tempo ekonomického růstu, a to vlivem světové hospodářské krize.⁵⁴

V roce **2009** nás pak hospodářská krize zasáhla naplno. Hrubý domácí produkt se výrazně propadl (o 4,8 %), zvýšila se míra nezaměstnanosti a prudce se také snížilo tempo růstu mezd. Míra inflace v tomto roce klesla na 1,1 %. Důvodem byl ekonomický útlum, zvýšení nezaměstnanosti a tím i snížení kupní síly spotřebitelů. Na meziročním propadu spotřebitelských cen se také podílelo odeznění dopadů změn DPH a zpomalení růstu regulovaných cen.⁵⁵

V roce **2010** se míra inflace příliš nezměnila, dosahovala 1,5 %. Nezaměstnanost nadále rostla, nicméně po roce 2009 bylo patrné mírné ekonomické oživení – HDP rostlo o 2,3 %. Na růst inflace měl v tomto roce vliv zejména růst cen pohonných hmot, růst cen potravin a také růst sazeb u DPH. Zvýšila se jak snížená sazba daně, a to z 9 % na 10 %, tak i základní sazba daně, a to také o jedno procento – z 19 % na 20 %.⁵⁶

Během roku **2011** míra inflace mírně rostla, v průměru o 1,9 %. Zdrojem růstu míry inflace byl především růst cen pohonných hmot a potravin. Jako proinflační by se dal označit vývoj dovozních cen – jednak docházelo k růstu zahraničních cen, v závěru roku navíc došlo k oslabení koruny, čímž se tento růst ještě umocnil. Co se týče domácích inflačních tlaků, ty zůstávaly nevýrazné, a to v důsledku slabého růstu mezd a nízké domácí poptávky.⁵⁷

Oproti předchozím dvěma letům, kdy míra inflace rostla velmi pozvolna, v roce **2012** došlo k výraznějšímu zvýšení na 3,3 %. Důvodem růstu cen bylo opět zvýšení DPH, a to konkrétně její snížené sazby, z 10 % na 14 %. Přispěl také růst cen potravin a růst regulovaných cen. Proinflačně působily také dovozní ceny - a to vlivem oslabení kurzu a růstu cen komodit na světových trzích. Obecně vzato rok 2012 pro českou ekonomiku nebyl dobrý. Domácí poptávka byla slabá, klesala i zahraniční poptávka a navíc probíhala fiskální konsolidace. Rostla také nezaměstnanost. HDP se v tomto roce propadlo o -0,9 %. Je tedy zřejmé, že

⁵⁴ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2008, **2008**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/index.html

⁵⁵ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2009, **2009**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/index.html

⁵⁶ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2010, **2010**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/index.html

⁵⁷ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2011, **2011**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/index.html

pakliže by v tomto roce nedošlo ke zvýšení DPH, míra inflace by byla vzhledem k protiinflačnímu působení domácí ekonomiky podstatně nižší.⁵⁸

I během roku **2013** pokračovala hospodářská recese. HDP opět klesalo, tentokrát o -0,5 %, stejně tak nezaměstnanost se nesnižovala. V naší ekonomice v tomto roce působily poměrně silné inflační tlaky. Zvyšovala se sazba DPH, a to jak základní – z 20 % na 21 %, tak i snížená – z 14 % na 15 %. Proinflačně také působila deprecie kurzu a růst regulovaných cen. Nicméně přesto, že zde působily značné proinflační tlaky, míra inflace klesla na 1,4 %, a to kvůli značným protiinflačnímu působení domácí ekonomiky. Klesala jak zahraniční, tak i tuzemská poptávka, na kterou měla značný vliv pokračující fiskální konsolidace, která tak v této době domácí ekonomice příliš neprospívala.⁵⁹

V roce **2014** se míra inflace dostala do velmi nízkých hodnot, konkrétně na 0,4 %. Jednalo se o důsledek poklesu regulovaných cen a zároveň odeznění změn DPH z roku 2013. Ekonomický růst byl v tomto roce konečně znovu nastartován, což se projevilo i na změně působení domácí ekonomiky, která ze začátku roku byla stále protiinflační, nicméně v průběhu roku tento protiinflační vliv odezněl a poptávka se opět začala zvyšovat. Kurz koruny oslaboval, což představovalo významný proinflační faktor, zejména kvůli zvýšení dovozních cen. V závěru roku protiinflačně působil propad cen ropy na světových trzích.⁶⁰

Rok **2015** byl z pohledu ekonomického růstu velmi pozitivní. HDP rostlo poměrně rychlým tempem a to i v porovnání s ostatními státy EU. Česká ekonomika byla jednou z nejrychleji rostoucích ekonomik v Evropě, například ve třetím čtvrtletí tohoto roku hrubý domácí produkt rostl o 4,5 %. I přes výrazný ekonomický růst měla míra inflace pouhých 0,3 %. Takto nízká míra inflace byla výsledkem poklesu cen ropy a tím i pohonných hmot, zastavením růstu cen potravin a také poklesem zahraničních cen výrobců. Kromě těchto protiinflačních vlivů v naší ekonomice působily také jevy proinflační, které bránily obávanému propadu do deflace. Jednalo se zejména o růst korigovaných cen bez pohonných hmot. Tyto ceny rostly právě díky zrychlujícímu růstu domácí ekonomiky a růstu mezd.⁶¹

⁵⁸ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2012, **2012**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/index.html

⁵⁹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2013, **2013**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html

⁶⁰ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2014, **2014**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/index.html

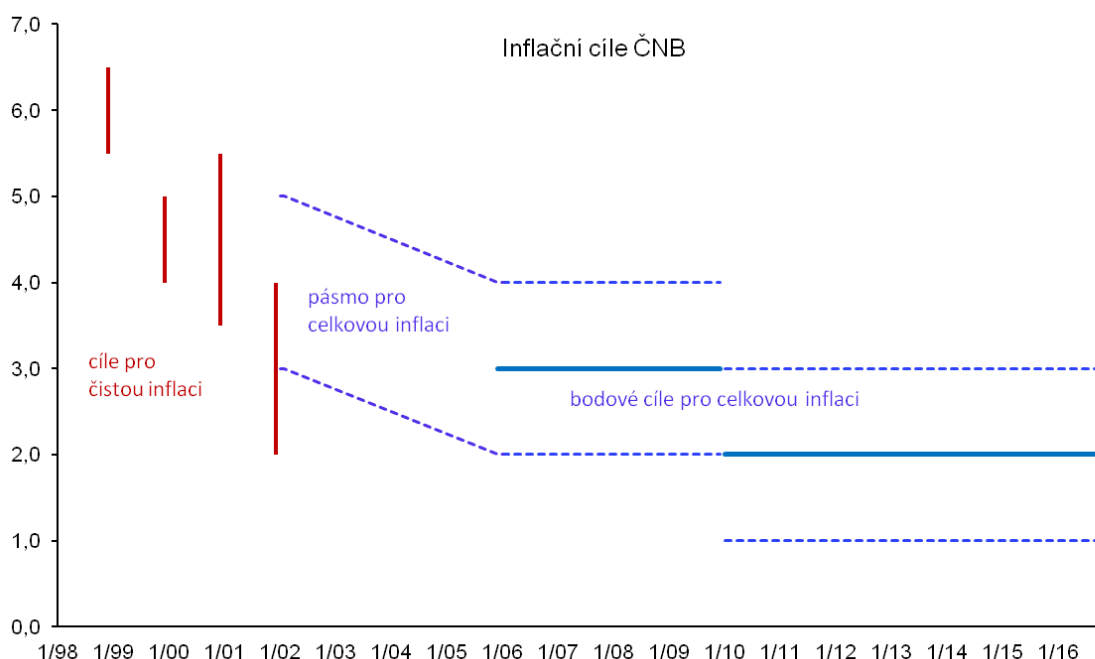
⁶¹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2015, **2015**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/index.html

4 Plnění inflačních cílů Českou národní bankou

Nyní se budeme zabývat tím, jak se České národní bance dařilo ve sledovaném období plnit své inflační cíle a jaké nástroje pro dosahování těchto cílů využívala. Tato kapitola je tak významně spjatá s kapitolou předchozí, kdy jsme si popsali, jak se u nás vyvíjela míra inflace, a co na ni působilo.

4.1 Inflační cíle České národní banky

Na následujícím obrázku máme zobrazeny inflační cíle ČNB, a to od roku 1998 do roku 2016.



Obrázek 4: Inflační cíle ČNB

Vlastní zpracování na základě dat z: ČNB. Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

První věc, které si na tomto obrázku můžeme všimnout, je to, že v začátcích nebyla pro vyhlásování inflačních cílů používána celková inflace, jako je tomu dnes, ale inflace čistá. Čistá inflace je v podstatě podmnožinou celkové spotřebitelské inflace, která je ale očištěna o vliv administrativních zásahů, jako jsou primární dopady změn nepřímých daní a regulovaných cen. Cílování čisté inflace se v těchto prvních letech používalo zejména z důvodů panující značné nejistoty ohledně rozsahu a tempa cenových deregulací a také kvůli malé schopnosti měnové politiky nějakým způsobem ovlivnit tuto regulovanou část spotřebního koše. Cíle v čisté inflaci si ČNB stanovovala do roku 2002 a následně přešla

k cílování celkové inflace. Na grafu dále vidíme, že do roku 2002 byly cíle v čisté inflaci stanovovány vždy pro konec roku, konkrétní výši cílů pak máme v následující tabulce:

Tabulka 1: inflační cíle ČNB 1998 - 2001

pro rok	ve výši	plnění k měsíci
1998	5,5 - 6,5 %	prosinec 1998
1999	4 - 5 %	prosinec 1999
2000	3,5 - 5,5 %	prosinec 2000
2001	2 - 4 %	prosinec 2001

Zdroj: ČNB. Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

Z tabulky je zřejmé, že se ČNB v této době snažila o postupné snižování míry inflace, a tyto tendence pak pokračovaly i v následujících letech.

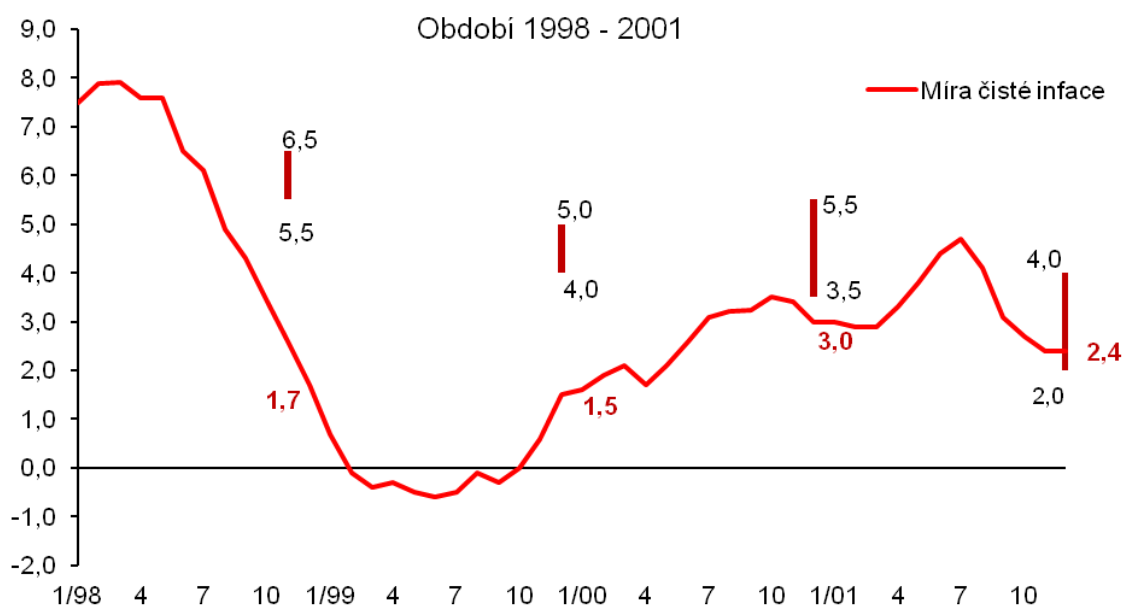
od roku 2002 do roku 2005 byl cíl stanoven v celkové inflaci, a to pomocí průběžného pásma, které rovnoměrně klesalo z rozpětí 3 - 5 % v roce 2002 až ke 2 - 4 % pro rok 2005. Od roku 2005 se způsob stanovení inflačních cílů opět změnil, když byl pro roky 2006 – 2009 stanoven inflační cíl 3 %, s tolerančním pásmem ve výši 1 % v obou směrech (jinak řečeno míra inflace v tomto období nemusela být přesně 3 %, ale tolerovalo se rozpětí 2 – 4 %). Pro nejnovější období 2010 – 2018 je pak inflační cíl stanoven na 2 % a jako v předchozím období je zde toleranční pásmo ve výši 1 % v obou směrech.⁶²

Jak vidíme, ČNB pro různá období stanovovala inflační cíle různými způsoby. Z toho důvodu je pro vyhodnocení plnění inflačních cílů ČNB potřeba rozdělit sledované období do několika částí podle toho, jak byl inflační cíl stanoven.

4.2 Období 1998 – 2001

Jak již bylo řečeno, v tomto období se pro stanovování inflačních cílů nepoužívala inflace celková, ale inflace čistá. Na následující obrázku máme zobrazeno porovnání inflačních cílů ČNB pro toto období s tím, jak se míra čisté inflace skutečně vyvíjela.

⁶² : ČNB. Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html



Obrázek 5: Plnění inflačních cílů v období 1998 – 2001

Vlastní zpracování na základě dat z: ČNB. Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, ČNB. *Zpráva o inflaci, tabulková příloha – vývoj inflace* [online]. 2003, 2002(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/index.html

Jak je vidět, během prvních čtyř let se ČNB podařilo splnit inflační cíl pouze jednou, a to v roce 2001.

V roce 1998 jsme se potýkali s hospodářskou recesí, HDP bylo na -0,3 %. Na konci roku 1998 míra čisté inflace dosahovala pouhých 1,7 %. ČNB tak inflační cíl podstřelila o 3,8 %. Větší část tohoto poklesu mají však na svědomí vlivy, jejichž ovlivnění není v moci ČNB, konkrétně pokles cen surovin na světových trzích. Svou roli také sehrála apreciacie koruny. Podle propočtů České národní banky by čistá inflace byla o 2 – 3 procentní body nižší, pakliže by oba tyto vlivy nepůsobily. Svůj podíl na nesplnění inflačního cíle v tomto roce měly také prognózy ze začátku roku 1998. Ty totiž nenaznačovaly prudký pokles inflačních tlaků, který následoval. Vzhledem k tomu, že se ČNB při rozhodování o změnách nástrojů řídí prognózami, nemohla v tomto případě adekvátně zareagovat.⁶³ Dolů šla sice jak diskontní sazba, tak sazba lombardní a repo sazba, která 4. 6. 1997 dosahovala 39 % a od té doby se až na výjimky snižovala (23. 12. 1998 byla již na 9,50 %)⁶⁴, nicméně nebylo by na škodu, kdyby

⁶³ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1999, 1998(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/index.html

⁶⁴ ČNB. *Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank*. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF

se snižovala rychleji, už jen kvůli tomu, že poměrně restriktivní monetární politika v době ekonomické recese příliš nenahrává opětovnému nastartování hospodářského růstu.

V roce 1999 se naplnily prognózy pro tento rok, které předpovídaly další pokles míry inflace. Inflační cíl zůstal opět nesplněn, když čistá inflace v prosinci dosahovala 1,5 % a za spodní hranici inflačního cíle tak zůstala o 2,5 %. Tato odchylka od cíle byla způsobena z větší části vývojem cen potravin. Klesala také cena ropy. Je zjevné, že schopnost měnové politiky působit na tyto faktory je značně omezená. K nenaplnění inflačních cílů však přispěla i přetrvávající nízká domácí poptávka.⁶⁵ Co se týče nástrojů ČNB, tak repo sazba byla nadále snižována, a to až na 5,25 % na konci listopadu 1999, stejně tak se snižovala lombardní sazba (na 7,50 %) a diskontní sazba (na 5,00 %).⁶⁶ Toto další uvolňování měnové politiky vycházelo z prognózy pro konec roku 2000, která signalizovala, že se čistá inflace v tomto období bude pohybovat v okolí spodní hranice inflačního cíle.

Rok 2000 je charakteristický opětovným oživením poptávky a ekonomickým růstem. Na konci roku 2000 míra čisté inflace dosáhla na 3 %, inflační cíl se tedy nepodařilo splnit jen velmi těsně, o 0,5 %. Prognóza pro toto období se tak víceméně vyplnila. Diskontní, lombardní a repo sazba se během roku 2000 neměnily, a to z důvodu dosažené velmi nízké úrovně úrokového diferenciálu. Další snižování sazeb mohlo vést k odlivu kapitálu ze země, depreciaci kurzu a tím i růstu inflačních tlaků - tyto tlaky by pak mohly vyvolat nutnost dalších měnových restrikcí. To by však bylo v rozporu s cílem ČNB, kterým je zabezpečení cenové stability, a tak míra inflace u spodní hranice inflačního cíle byla považována za optimální.

V roce 2001 se vůbec poprvé podařilo dosáhnout stanoveného inflačního cíle. Míra čisté inflace dosahovala v prosinci 2,4 % a vešla se tak do inflačního cíle stanoveného na 2 – 4 %. Prognózy z roku 2000, která předpovídaly čistou inflaci přibližně na středu inflačního cíle, se tak v podstatě vyplnily. V roce 2001 se několikrát změnilo nastavení měnověpolitických nástrojů. Na konci roku byla nižší jak repo sazba – 4,75 %, lombardní sazba – 5,75 % i diskontní sazba – 3,75 %. V roce 2001 docházelo vlivem privatizačních prodejů ze strany státu k významné apreciaci domácího kurzu. ČNB vzhledem k prognózám z konce roku, které předpovídaly pro rok 2002 pokles poptávky nejen u nás, ale i u našich klíčových obchodních partnerů, vyhodnotila tuto apreciaci jako nekorespondující s inflačními cíly a možnostmi

⁶⁵ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1999, **1999**(4) [cit. 2016-02-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/index.html

⁶⁶ ČNB. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF

české ekonomiky. Proto rozhodla o opatřeních proti posilování kurzu, kterými bylo výše zmíněné snižování úrokových sazeb, devizové intervence a dále určité dohody s vládou. Zde se jednalo například o dohodu o používání devizových privatizačních příjmů na úhradu devizových závazků státu, o úhradu části privatizačních prodejů v korunách, které by byly vypůjčené od bank a také o směnu devizových příjmů státu za koruny u České národní banky, tedy mimo trh. Zkrátka šlo o to, aby se nezvyšovala poptávka po českých korunách na devizovém trhu a tím nedocházelo k další apreciaci kurzu a k dalším protiinflačním tlakům.⁶⁷

Zhodnocení období 1998 - 2001

Plnění inflačních cílů v tomto období by se mohlo jevit jako neúspěšné, vzhledem k tomu, že se podařilo splnit pouze jeden cíl ze čtyř. Je však potřeba vzít v potaz několik faktů. Režim cílování inflace byl zaveden až v roce 1998. Problém je v tom, že změny úrokových sazeb nepůsobí hned, ale s časovým zpožděním, které se pohybuje okolo 12- 18 měsíců. Z tohoto důvodu se nedalo očekávat, že se bude dařit plnit inflační cíle hned v prvních letech. Krom toho na míru inflace působí celá řada faktorů, na které má ČNB velmi malý nebo vůbec žádný vliv, typickým případem je cena ropy, jejíž změna působila i v roce 1999.

Dalo by se říci, že skutečnost, že se inflační cíl v tomto období podařilo splnit pouze jednou, neměla nikterak zásadně negativní dopady. I přes tento fakt se totiž projevila významná výhoda cílování inflace – docházelo k postupné konvergenci inflačního očekávání ze strany ekonomických subjektů k vyhlášeným cílům ČNB. To výrazně kontrastuje se situací v roce 1997 a z části i 1998, kdy se inflační očekávání nedařilo ukotvit. Tyto tendence, kdy ekonomické subjekty předpokládají takovou míru inflace, jakou jako svůj cíl stanoví ČNB, jsou velmi důležité pro udržení dlouhodobé cenové stability.

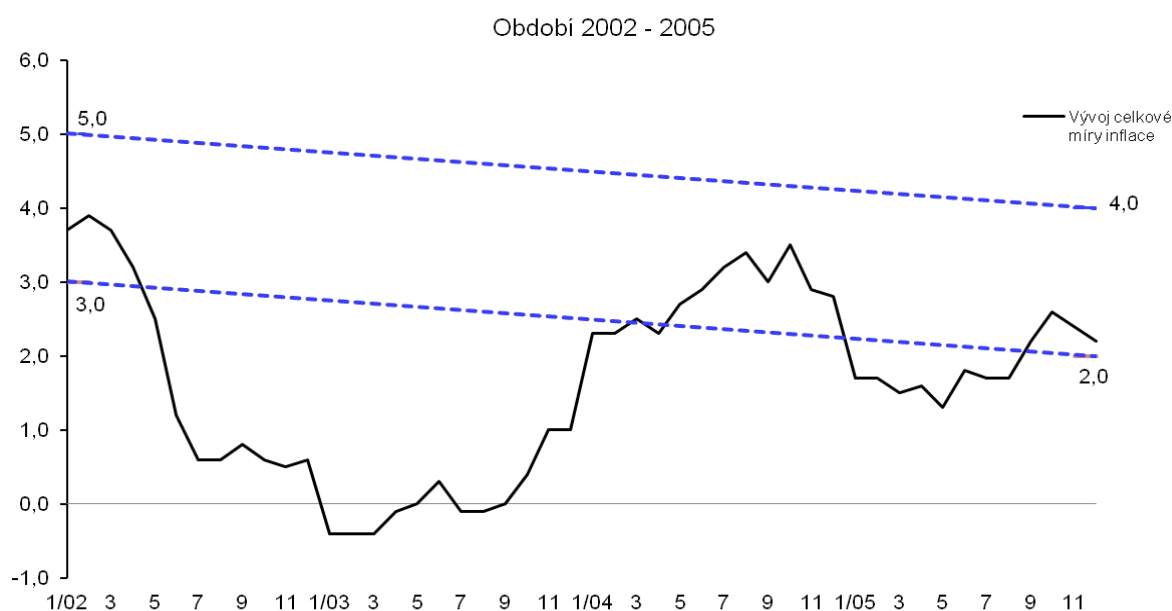
4.3 Období 2002 – 2005

Inflační cíl byl v tomto období stanoven pomocí inflačního pásma, začínajícího v lednu roku 2002 na 3 – 5 %, a končícího v prosinci roku 2005 na 2 – 4 %. Cíl byl stanoven již v celkové inflaci, což je rozdíl poměrně významný. Dá se říci, že cílování celkové inflace je vhodnější, než cílování inflace čisté, důvodů je pak několik. Celková inflace komplexněji zachycuje vývoj cen v ekonomice, jelikož zahrnuje více statků a služeb. Celková inflace je tak směrodatná pro rozhodování domácností i ostatních ekonomických subjektů. Celková inflace je navíc pro veřejnost srozumitelnější, než inflace čistá. Je tedy zřejmé, že cíl vyjádřený

⁶⁷ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2000**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/index.html

v celkové inflaci má větší potenciál ovlivnit inflační očekávání ekonomických subjektů, což je klíčová vlastnost pro zajištění dlouhodobé cenové stability. Nevýhodou cílování celkové inflace jsou změny regulovaných cen a dalších administrativních opatření, o které je čistá inflace očištěna, ale celková není. Tyto změny mohou míru inflace významně ovlivnit. Při cílování celkové inflace je tak důležité, aby načasování a rozsah administrativních opatření byl dobře predikovatelný. Pakliže by se však regulované ceny nevyvíjely rovnoměrně a pakliže by docházelo k nepředvídatelným administrativním opatřením, které by ovlivnily cenový vývoj, byla zde možnost uplatnění institutu vyjímek z plnění inflačního cíle.

Na následujícím obrázku máme zobrazeno, jak se dařilo plnit inflační cíle od začátku roku 2002 do konce roku 2005:



Obrázek 6: Plnění inflačních cílů v období 2002 – 2005

Vlastní zpracování na základě dat z: Cílování inflace v ČR. In: Česká národní banka [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, Inflace - druhy, definice, tabulky. In: Český statistický úřad [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

V roce 2002 se míra inflace z většiny roku pohybovala pod inflačním cílem. Inflačního cíle se v tomto roce dařilo dosahovat pouze v 1. čtvrtletí. Svou roli zde sehrála i nenaplněná prognóza z července roku 2001, která předpokládala v druhé polovině roku 2002 značné inflační tlaky a predikovala míru inflace v tomto období v horní části cílového pásma. Na

základě této prognózy ČNB zvýšila repo sazbu o 0,25 % na 5,25 %.⁶⁸ Ve zbytku roku 2001 se pak pohled ČNB změnil, kdy se naopak předpokládalo, že v roce 2002 budou převládat protiinflační tlaky a do konce roku 2001 se pak repo sazba snižovala až na 4,75 %. Snižování repo sazby však nevedlo k dodržení inflačního cíle, dezinflační tlaky byly v roce 2002 příliš silné. Jak bylo popsáno v předchozí kapitole, klesaly ceny potravin, dovozní ceny, klesaly také ceny energetických surovin, navíc kurz koruny silně posiloval. Prognózy z roku 2002 však byly poměrně optimistické, když předpovídaly míru inflace v roce 2003 ve spodní polovině inflačního pásma.⁶⁹ Na základě těchto prognóz pak ČNB ve snaze jednak dosáhnout inflačního pásma a jednak také oslabit českou měnu, snižovala v pěti krocích repo sazbu až na 2,75 %. Tato opatření však k úspěchu nevedla, když se míra inflace v roce 2003 a na začátku roku 2004 vlivem trvajících dezinflačních vlivů pohybovala vůbec na nejnižších úrovních od transformace a inflační cíl tak opět zůstal nenaplněn. ČNB na základě prognóz třikrát snížila repo sazbu, naposledy 1. 8. 2003 na 2,00 %. Poté se již repo sazba nesnižovala, jelikož byl předpovídán opětovný růst míry inflace v roce 2004.⁷⁰

Prognózy pro rok 2004 se naplnily, protože skutečně došlo k růstu míry inflace. Průměrná míra inflace byla v tomto roce 2,8 % a inflační cíl byl plněn, když se po většinu roku míra inflace pohybovala ve spodní části cílového pásma, ke konci roku pak i okolo středu. Příčiny tohoto stavu jsou upřesněny v předchozí kapitole – jednalo se primárně o změny nepřímých daní, růst cen ropy a potravin. Co se týče prognóz pro rok 2005, ty předpovídaly pohyb míry inflace v okolí středu inflačního pásma, a s touto výší míry inflace byl konzistentní i postupný růst úrokových sazeb. Vzhledem k tomu, že reálné úrokové sazby na peněžním trhu byly vlivem rostoucí míry inflace záporné, což se nepovažovalo za adekvátní, bylo rozhodnuto o zvýšení měnověpolitických úrokových sazeb. Zvýšení proběhlo ve dvou krocích vždy o 0,25 %, repo sazba byla zvýšena na 2,5 %, diskontní sazba na 1,5 % a lombardní sazba na 3,5 %.⁷¹

Rok 2005 byl typický značným růstem HDP (6,5 %), ale zároveň nízkou mírou inflace, která dosahovala 1,9 %. V prvních třech čtvrtletích se inflační cíl plnit nedařilo, míra inflace se zde pohybovala pod 2 %. To se však změnilo ve 4. čtvrtletí, kdy se pohybovala mezi 2,2 – 2,6 % a

⁶⁸ ČNB. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF

⁶⁹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2003, **2002**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/index.html

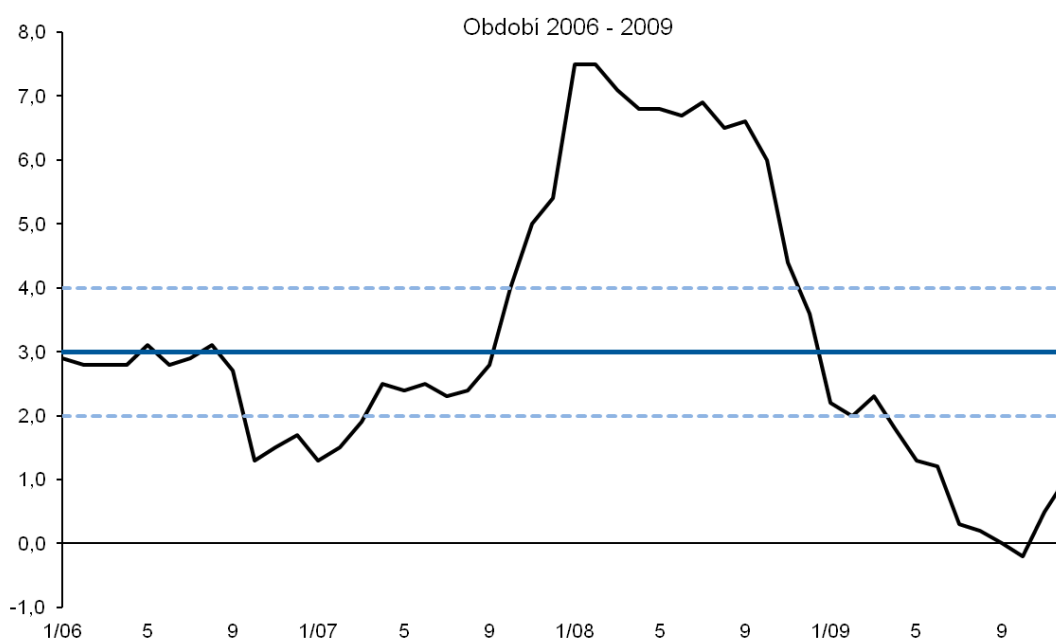
⁷⁰ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2004, **2003**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/index.html

⁷¹ ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2004: Záznamy z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2004 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2004/index.html

inflační cíl byl tak v tomto období plněn. Neplnění inflačních cílů v prvních třech čtvrtletích bylo způsobeno nižšími cenami potravin a také zahraniční poptávkou, která byla nižší než se předpokládalo v prognózách. Protiinflačně působil také kurz, který posiloval.⁷² Měnová politika tak v předchozím roce mohla být více uvolněná. V roce 2005 byly opět provedeny změny měnově-politických nástrojů. Repo sazba byla ve třech krocích snížena na 1,75 %, na konci října byla ale opět zvýšena, a to na 2,00 %, a to zejména kvůli faktu, že rostoucí míra inflace snižovala reálné úrokové sazby.⁷³

4.4 Období 2006 - 2009

Na následujícím grafu je znázorněno plnění inflačních cílů od začátku roku 2006 do roku 2009:



Obrázek 7: Plnění inflačních cílů v období 2006 – 2009

Zdroje dat: Cílování inflace v ČR. In: Česká národní banka [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, Inflace - druhy, definice, tabulky. In: Český statistický úřad [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Dalo by se říci, že v letech 2006 a 2007 se celkově inflační cíle plnit dařilo – průměrná roční míra inflace v roce 2006 byla 2,5 %, v roce 2007 pak 2,8 %. Výjimkou však bylo období od

⁷² ČNB. Zpráva o inflaci [online]. 2006, **2005**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/index.html

⁷³ ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2005: Záznamy z jednání. In: Česká národní banka [online]. 2005 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2005/index.html

října 2006 do března 2007, které se od tolerančního pásma lehce odchýlilo. Prognóza pro toto období viděla míru inflace dokonce nad inflačním cílem, nicméně protiinflačně působil kurz, který neočekávaně posílil – ten stál také za nižšími než očekávanými změnami cen pohonných hmot i cen potravin, navíc se ještě nestihly projevit změny nepřímých daní na cigarety, u kterých se očekávalo, že se v této době již projeví.⁷⁴ Vzhledem k nenaplněné prognóze, na základě které ČNB rozhoduje o změnách svých nástrojů, došlo k podstřelení inflačního cíle.

Během let 2006 a 2007 docházelo opět ke změnám nastavení měnově-politických nástrojů. Nástroje se změnily celkem šestkrát, a netypicky se jednalo ve všech případech o zvyšování úrokových sazeb. Pro závěr roku 2007 a rok 2008 se totiž očekávalo silné působení inflačních tlaků a s tím spojený růst míry inflace. Jednotlivé prognózy během roku 2007 předpovídali míru inflace čím dál vyšší. Zatímco dubnová prognóza predikovala pro začátek roku 2008 míru inflace okolo 3 – 4 %, říjnová pro to samé období již okolo 5 %. Jako nejvýznamnější inflační vlivy prognóza označovala zrychlující růst cen potravin, růst cen energií, regulovaných cen a nepřímých daní. Z tohoto důvodu ČNB zvyšovala úrokové sazby, a to repo sazbu na 3,50 %, lombardní sazbu na 4,50 % a diskontní sazbu na 2,50 %.⁷⁵

V roce 2008 byla míra inflace ještě vyšší, než jak se předpokládalo v prognózách a ani zvyšování úrokových sazeb během předchozích let jí nedokázalo dostat do požadovaných hodnot. Na vině byl zejména vyšší než očekávaný růst regulovaných cen, vyšší dopad změn DPH a vyšší růst cen potravin. Rychleji rostly také nominální mzdy, i zahraniční poptávka byla vyšší, než se čekalo. Ačkoli se v prognózách neočekávala takto vysoká míra inflace po většinu roku 2008, očekávalo se, že inflační tlaky brzy do značné míry odezní a míra inflace bude opět klesat, což se vyplnilo již na konci roku 2008 a v prosinci již byla míra inflace opět v tolerančním pásmu, kdy dosáhla míry 3,6 %.⁷⁶ Vzhledem k očekávanému poklesu růstu HDP, poklesu poptávky a také poklesu cen surovin v roce 2009 ČNB během roku 2008 postupně snižovala úrokové sazby, konkrétně pak repo sazbu na 2,25 %, lombardní sazbu na 3,25 % a diskontní sazbu na 1,25 %.⁷⁷

Jak je z grafu patrné, pokles míry inflace se opravdu uskutečnil, nicméně byl o poznání intenzivnější, než jak prognózy předpovídaly. V prvním čtvrtletí roku 2009 se ještě

⁷⁴ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2007, **2007**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/index.html

⁷⁵ ČNB. Rozhodnutí bankovní rady: Záznamy z jednání 2006, 2007. In: *Česká národní banka* [online]. 2007 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2007/index.html

⁷⁶ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2008, **2008**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/index.html

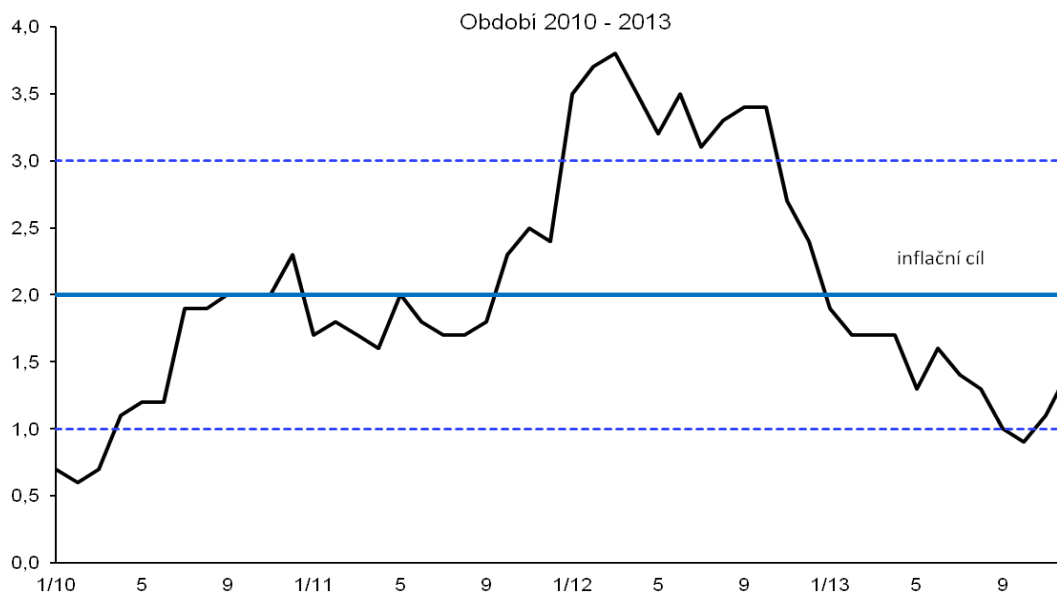
⁷⁷ ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2008: Záznamy z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2008 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2008/index.html

pohybovala ve spodní části tolerančního pásma, nicméně následně došlo k poklesu a míra inflace se dostala pod něj, kde zůstala až do konce roku. Inflační cíl tak zůstal po většinu roku podstřelen. Důvodem tohoto stavu byla hospodářská krize – výrazně poklesla globální poptávka. Krize se také podepsala na nižším než očekávaném růstu mezd. Na konci roku 2008 se navíc neočekávaně propadla cena ropy a potravin. Prognózy, na základě kterých ČNB rozhodovala, tak sice správně předpovídaly budoucí pokles míry inflace, nicméně rozsah tohoto poklesu správně neodhadly. Dá se tedy říci, že měnová politika v roce 2008 měla být uvolněnější, na druhou stranu ale, intenzitu vlivů, které způsobily nesplnění inflačního cíle, bylo v podstatě nemožné správně odhadnout. Vzhledem k hospodářské krizi, nízké poptávce, propadu HDP a nízké míře inflace není překvapením, že i v roce 2009 docházelo k uvolňování měnové politiky – repo sazba se snížila na 1 %, diskontní sazba na 0,25 % a lombardní sazba na 2 %.⁷⁸

4.5 Období 2010 – 2013

V tomto období již byl inflační cíl stanoven na 2 %, a tak je tomu i nyní. Na následujícím obrázku je zobrazeno plnění inflačních cílů v tomto období:

⁷⁸ ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2009: Záznamy z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2009 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2009/index.html



Obrázek 7: Plnění inflačních cílů v období 2010 – 2013

Vlastní zpracování na základě dat z : Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, Inflace - druhy, definice, tabulky. In: *Český statistický úřad* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Jak si můžeme všimnout, v tomto období se dařilo plnit inflační cíle o poznání lépe, než v letech 2007 – 2009. Vyjma 1. čtvrtletí roku 2010 byl cíl plněn, přičemž se míra inflace pohybovala okolo 2 % a držela se tak na středu tolerančního pásma. Svou roli zde nepochybně sehrál fakt, že od roku 2010 byl inflační cíl snížen na 2 %, s tolerancí 1 % oběma směry. Na zvýšení míry inflace po propadu v roce 2009 mělo vliv zejména ekonomické oživení a změny nepřímých daní, tyto změny jsou přiblíženy v předchozí kapitole. V letech 2010 a 2011 docházelo po recesi v roce 2009 opět k ekonomickému růstu, kterému napomáhala zejména rostoucí zahraniční poptávka. Posilující kurz koruny zároveň bránil promítnutí vyšší zahraniční inflace do domácího cenového vývoje.

V letech 2012 a 2013 se česká ekonomika utápěla v recesi. Klesaly výdaje domácností, investice i spotřeba vlády. Rostla také míra nezaměstnanosti. To vše představovalo významné protiinflační tlaky. Přesto, jak můžeme vidět na grafu, v roce 2012 paradoxně docházelo k přestřelení inflačního cíle, když průměrná roční míra inflace byla 3,3 %. Jak je blíže rozepsáno v předchozí kapitole, jednalo se primárně o důsledek změn DPH a růstu regulovaných cen – když se podíváme na korigovanou inflaci bez pohonných hmot v roce

2012, zjistíme, že se průměrně pohybovala na -0,35 %, tedy již v hodnotách deflace.⁷⁹ Není tedy pochyb o tom, že v tomto případě, přesto že byl inflační cíl přestřelen, si ČNB počínala správně, když se nesnažila měnovou restrikcí za každou cenu dosáhnout cíle pro rok 2012. Zvýšení úrokových sazeb by totiž vedlo jen k dalšímu poklesu poptávky, která se již takto propadala a došlo by zbytečně k prohloubení recese.

Prognózy z roku 2012 pro rok 2013 očekávaly pokračující útlum poptávky. Očekávaly také inflační tlaky v podobě dalších změn daní, značné nejistoty pak panovaly ohledně toho, jak bude pokračovat restriktivní fiskální konsolidace. Tato fiskální restrikce již tak dost utlumené poptávce nepochybně neprospívala. Právě vzhledem k nízké poptávce ČNB i v roce 2012 přistoupila k dalšímu uvolňování měnové politiky, když ve třech krocích snížila repo sazbu až na technickou nulu – na 0,05 %. Zároveň také snížila lombardní sazbu na 0,25 % a diskontní sazbu na 0,05 %.⁸⁰ Měnově-politické úrokové sazby se tak ocitly v podstatě na úplném dně. Tato situace nebyla příznivá, jelikož v situaci, kdy by byla potřeba přikročit k dalšímu uvolňování měnové politiky, tento typický a nejčastěji používaný nástroj ČNB by bylo možno využít jen za cenu záporných sazeb. Tuto situaci rada ČNB řešila již během roku 2012, přičemž došlo ke konsenzu, že v případě potřeby dalšího uvolňování měnové politiky bude nejlepší využít devizových intervencí.

V roce 2013 byla míra inflace pouhých 1,4 % a po většinu roku ve spodní polovině tolerančního pásma. České ekonomice se nadále nedařilo, poptávka v ČR byla stále nízká. Spotřeba domácností rostla jen minimálně, firmy neměly tendence provádět investice, nižší, než jak očekávala prognóza, byl vývoz i dovoz zboží. Jednalo se o důsledek nejistoty ohledně budoucího vývoje, pokračující fiskální konsolidace a poklesu reálného disponibilního důchodu, zejména vlivem zvyšování nepřímých daní a slabého růstu mezd. Stejně tak zahraniční poptávka byla nižší, než jak očekávala prognóza. Protiinflační působení ekonomiky bylo ještě doplněno o pokles ceny pohonných hmot o 2,1 %. Tyto protiinflační vlivy tak převážily vlivy proinflační, kde hrálo významnou roli zejména zvyšování nepřímých daní a také oslabující koruna.⁸¹

Vzhledem k tomu, že se i přes významné proinflačně působící změny nepřímých daní míra inflace v roce 2013 pohybovala pod inflačním cílem, dá se říci, že měnová politika měla být

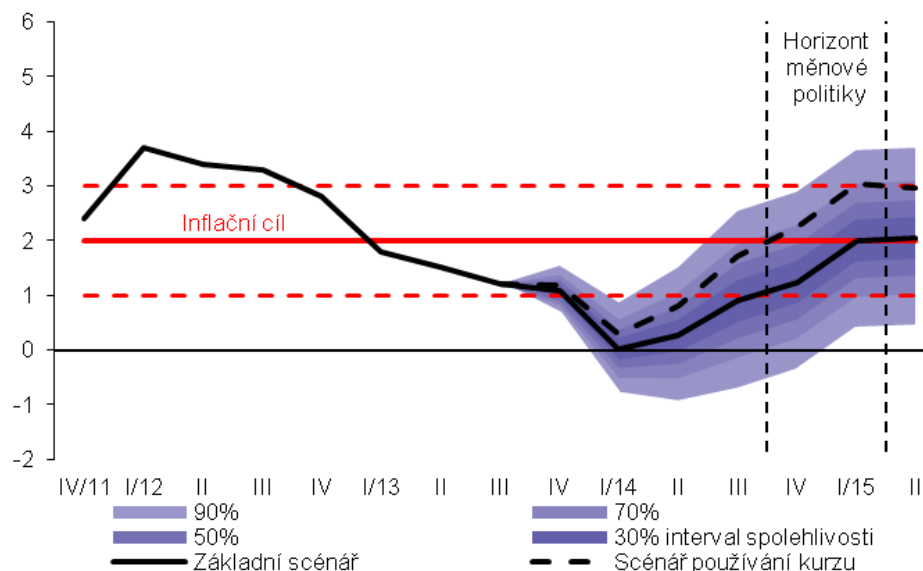
⁷⁹ ČNB. Tabulka klíčových makroekonomických indikátorů. In: *Česká národní banka* [online]. 2014 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html

⁸⁰ ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB - 2012. In: *Česká národní banka* [online]. 2012 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2012/index.html

⁸¹ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2014, **2014**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html

v roce 2012 výrazně uvolněnější, a to i přes to, že ČNB během tohoto roku snížila repo sazbu až na technickou nulu. Toto opatření bylo evidentně nedostatečné pro povzbuzení ekonomické aktivity a zvýšení míry inflace a z tohoto důvodu se můžeme domnívat, že devizové intervence měly být prováděny již během roku 2012.

Pro rok 2014 se očekávala kumulace protiinflačních tlaků a v podstatě žádná proinflační rizika. Existovalo tak značné riziko deflace. Nebylo tedy pochyb o tom, že je potřeba další uvolňování měnové politiky. Vzhledem k tomu, že repo sazba byly již na technické nule, rada ČNB pracovala se dvěma možnými scénáři prognózy. Základní scénář byl spojen se snížením úrokových sazeb do záporných hodnot, alternativní pak počítal s používáním devizového kurzu jako nástroje měnové politiky. Porovnání těchto scénářů je pak zobrazeno na následující prognóze z listopadu 2013:



Obrázek 8: Srovnání základního scénáře se scénářem při použití kurzu

Zdroj: *Zpráva o inflaci* [online]. 2013, 2013(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/index.html

Jak vidíme, oba scénáře mají podobný průběh, s tím rozdílem, že scénář používání kurzu působí na míru inflace silněji. Jak v případě použití kurzu, tak při použití záporných úrokových sazeb byl předpovídan krátkodobý pokles míry inflace pod toleranční pásmo na začátku roku 2014, s tím, že během následujících měsíců má míra inflace postupně růst, v případě záporných úrokových sazeb na 2 % začátkem roku 2015, v případě použití devizového kurzu dokonce až k horní hranici tolerančního pásma.

Scénář alternativní byl považován za přijatelnější, a tak dne 7. 11. 2013 bylo rozhodnuto o zahájení používání devizového kurzu jako nástroje pro další uvolňování měnové politiky. Hlavním důvodem tedy bylo zabránění deflaci a dlouhodobému podstřelení inflačního cíle, zároveň se jednalo o snahu urychlit návrat do situace, kdy ČNB bude moci opět používat úrokové sazby. Kurz koruny se měl za pomoci devizových intervencí udržovat poblíž hladiny 27 CZK/EUR.⁸²

V praxi ČNB znehodnocovala kurz prostřednictvím nákupů eura za české koruny. Během listopadu 2013 nakoupila eura za zhruba 200 miliard korun. To velmi rychle vedlo k depreciaci koruny, kdy se kurz v říjnu pohyboval na 25, 658 CZK/EUR, v listopadu to již bylo 26,925 CZK/EUR a v prosinci pak dokonce 27,5170 CZK/EUR.⁸³

Oslabení kurzu má jednorázově vést k zvýšení dovozních cen, což sice může snížit poptávku po těchto produktech, nicméně spotřebitelé místo produktů dovezených mohou začít upřednostňovat produkty domácích výrobců, což podpoří domácí ekonomiku. Díky oslabení měny dojde navíc k vyšší ziskovosti domácích podniků exportujících zboží do zahraničí, což opět v delším horizontu povede k vyšší ekonomické aktivitě (tyto firmy budou více investovat, porostou mzdy atd.). Tento krok tedy nejen že vede ke zvýšení cenové hladiny nebo minimálně kompenzaci protiinflačních tlaků, ale také k podpoření domácí ekonomiky.

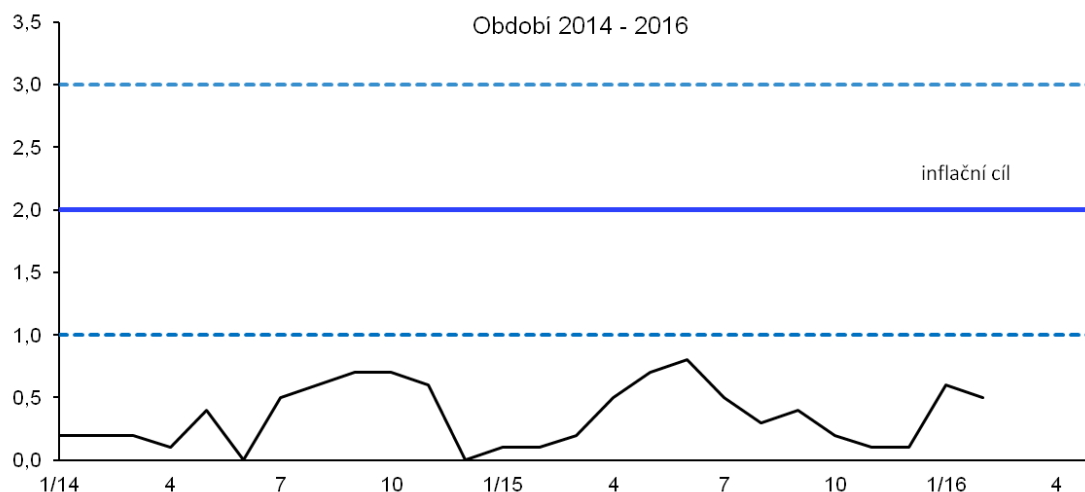
4.6 Období 2014 – 2016

Nyní se pojďme podívat na období nejaktuálnější, ve kterém je používán devizový kurz jako nástroj měnové politiky.

Na následujícím grafu je znázorněno plnění inflačních cílů v tomto období:

⁸² ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB - 2013: Záznam z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/index.html

⁸³ EUR průměrné kurzy 2013. In: *Kurzy.cz* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/EUR-euro/2013/>



Obrázek 9: Plnění inflačních cílů v období 2013 – 2016

Vlastní zpracování na základě dat z: Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, Inflace - druhy, definice, tabulky. In: *Český statistický úřad* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Z grafu je zřejmé, že i přes devizové intervence ČNB se během tohoto období míra inflace pohybovala pod dolní polovinou tolerančního pásma, inflační cíl tak zůstal nesplněn. Pozitivem bylo, že se míra inflace stále pohybovala v kladných hodnotách, nedošlo tedy k deflačnímu vývoji. Na druhou stranu však můžeme říci, že se prognóza pro rok 2014 naplnila pouze v 1. čtvrtletí, ve čtvrtletích následujících se očekávala míra inflace již uvnitř tolerančního pásma, skutečná míra inflace však byla nižší.

Rok 2014, přestože se míra inflace po celou jeho dobu nacházela pod inflačním cílem, byl z ekonomického hlediska o poznání pozitivnější, než rok předchozí. HDP rostlo o 2 %, zvyšovala se spotřeba domácností, investice firem, vývoz a paradoxně, i přes devizové intervence, i dovoz zboží. Inflační cíl se v tomto roce, jak již bylo řečeno, plnit nedařilo – na vině byl pokles regulovaných cen o 3 %, propad ceny ropy a klesající ceny v eurozóně, kde index cen výrobců dosahoval během roku 2014 záporných hodnot. Na vývoji míry inflace u nás se tak do značné míry podepsal vývoj v zahraničí. Ten byl však do značné míry kompenzován devizovými intervencemi – v roce 2013 klesaly dovozní ceny o -0,2 %, v roce 2014 došlo k jejich růstu o 1,9 %. Inflační cíl se tak sice splnit nepodařilo, nicméně se ČNB podařilo zabránit propadu do deflace, ke kterému v roce 2014 došlo například na Slovensku. Odhaduje se, že pakliže by k devizovým intervencím nedošlo, míra inflace v ČR by byla přibližně o 1 % nižší. Lze se tak domnívat, že devizové intervence se jako nástroj měnové

politiky osvědčily a z hlediska plnění inflačního cíle k nim mělo být přikročeno již během roku 2012 a případně i ve větším rozsahu.⁸⁴

Rok 2015 byl z pohledu míry inflace velmi podobný roku předchozímu, míra inflace se opět pohybovala hluboko pod inflačním cílem. Na druhou stranu však docházelo ke značnému ekonomickému růstu, HDP rostlo ve všech čtvrtletích o více než o 4 %. Na nesplnění inflačního cíle se kromě nižšího než očekávaného růstu cen potravin (vlivem embarga na dovoz do Ruska a poklesem cen zemědělských komodit) podepsal primárně propad ceny ropy a pokles dovozních cen. Index cen výrobců se během roku 2015 v eurozóně pohyboval pod -2 %, leckteré země eurozóny se v tomto roce musely potýkat s deflací. Protiinflační tlaky ze zahraničí tak byly opět velmi výrazné a míra inflace se pohybovala po celý rok na nízkých hodnotách, nicméně stále díky devizovým intervencím v hodnotách kladných.⁸⁵ Během roku 2015 ČNB ve snaze dodržet svůj kurzový závazek opět intervenovala, a to v červenci, srpnu a v září. Celkově v tomto roce nakoupila eura za zhruba 190 miliard korun. ČNB ve vztahu k devizovým intervencím avizovala, že bude udržovat kurz na 27 CZK/EUR minimálně do roku 2017.⁸⁶

Jak vidíme, devizovými intervencemi se inflačního cíle, stanoveného v celkové inflaci, dosáhnout nepodařilo. Když se však podíváme na korigovanou inflaci bez pohonných hmot v roce 2015, zjistíme, že dosahovala 1,2 %, a nacházela by se tak ve spodní polovině tolerančního pásma. Zde je vidět, do jaké míry se projevil pokles cen ropy a tím i pohonných hmot v tomto roce – ty klesaly o -13,5 %, a na nesplnění inflačního cíle tak měly klíčový vliv. Když se k tomu připočte ještě pokles dovozních cen v tomto roce, které dosahovaly přibližně -1,9 %, máme důvod k tomu, abychom se domnívali, že bez devizových intervencí by opravdu došlo k deflaci, a tyto intervence tak můžeme označit jako opodstatněné.

⁸⁴ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2015, **2015**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/index.html

⁸⁵ ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2016, **2016**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/index.html

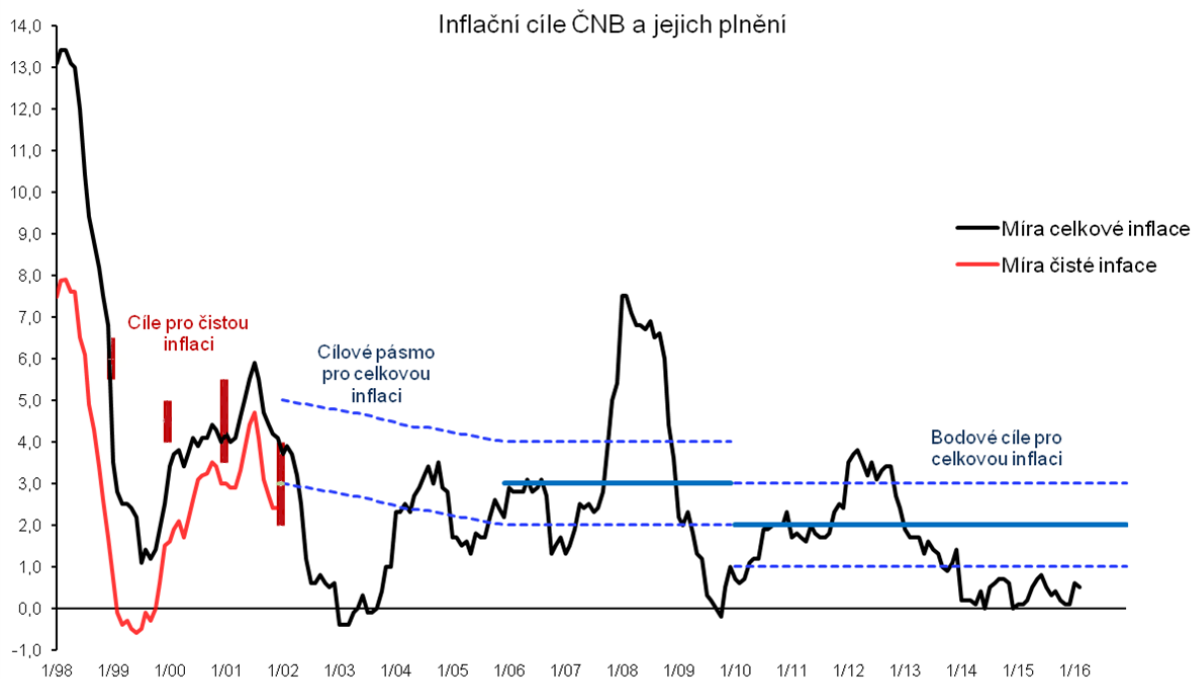
⁸⁶ ČNB. Prohlášení bankovní rady. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/download/tk_02sz2016_cz.pdf

5 Shrnutí, vymezení faktorů omezující plnění inflačních cílů

V předchozí kapitole jsme se podrobněji zabývali plněním inflačních cílů ČNB od roku 1998 až do současnosti. V této kapitole si shrneme, jak se ČNB tyto cíle dařilo plnit. Shrneme si také, jaké typické faktory ve sledovaném období působily a plnění inflačních cílů komplikovaly či je přímo znemožnily. Součástí této kapitoly je také zhodnocení devizových intervencí.

5.1 Shrnutí plnění inflačních cílů ČNB

Na následujícím grafu jsou zobrazeny inflační cíle ČNB v porovnání se skutečnou mírou čisté a celkové inflace:



Obrázek 10: Plnění inflačních cílů ČNB v období 1998 – 2016

Vlastní zpracování na základě dat z: Cílování inflace v ČR. In: Česká národní banka [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, Inflace - druhy, definice, tabulky. In: Český statistický úřad [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Na grafu si můžeme všimnout, že inflační cíl byl ve sledovaném období mnohem častěji podstřelen, než přestřelen. K jeho značnému přestřelení došlo pouze v roce 2008, kdy průměrná roční míra inflace dosahovala 6,3 %. Nad inflačním cílem se míra inflace pohybovala také v roce 2012, kdy dosahovala 3,3 %, nicméně toto přestřelení nebylo příliš

výrazné, jelikož míra inflace byla o pouhých 0,3 % nad horní hranici tolerančního pásma. K podstřelení inflačního cíle pak došlo v prvních třech letech sledovaného období, kdy se cílovala inflace čistá, následně pak v letech 2002 – 2003, v roce 2009 a poté v období nejnovějším, od roku 2014 až do současnosti. Inflační cíl se pak podařilo splnit v roce 2001, 2004, úspěšné bylo také období 2006 – 2007, kdy se míra inflace, až na krátké období na přelomu těchto let, pohybovala v tolerančním pásmu. V letech 2010 – 2013 se cíle dařilo plnit také, až na lehké přestřelení v roce 2012.

Když se podíváme na procentuální úspěšnost v plnění inflačních cílů, zjistíme, že v prvním období, kdy se cílovala inflace čistá, se podařilo inflační cíl splnit ve 25 % (tedy pouze jednou) a v 75 % případů byl inflační cíl podstřelen. Od roku 2002 se přešlo na cílování inflace celkové. Když budeme inflační cíle v celkové inflaci hodnotit po měsících, zjistíme, že ve 40,2 % případů se inflační cíl splnit podařilo, ve 43,7 % případů byl inflační cíl podstřelen a ve 13,8 % případech byl inflační cíl přestřelen.

Dá se říci, že po většinu let, kdy se cíle nepodařilo splnit, se míra inflace od tolerančního pásma nevzdálila více než o 1 %. Výjimkou jsou pouze první 2 roky po zavedení režimu cílování inflace a roky 2003 a 2008. V prvních letech se však splnění inflačních cílů nedalo příliš očekávat, už jen kvůli tomu, že cílování inflace bylo zavedeno v roce 1998 a změny měnově-politických nástrojů nepůsobí hned, ale se značným časovým zpožděním, které se pohybuje okolo 12 – 18 měsíců. Bylo tak nereálné, aby byl inflační cíl splněn již na konci roku 1998. V roce 2003 bylo výrazné podstřelení inflačního cíle způsobeno poklesem cen potravin a regulovaných cen, jejichž ovlivnění není v moci ČNB. Stejně tak v roce 2008, kdy došlo k výraznému přestřelení inflačního cíle, působily faktory mimo vliv ČNB – jednalo se o růst regulovaných cen a nepřímých daní.

Nemůžeme se zde nezabývat devizovými intervencemi, které se staly častým tématem k diskusím jak v rámci laické veřejnosti, tak i mezi odborníky. Devizové intervence byly poprvé použity již v roce 2001, nicméně cílem bylo primárně znehodnocení kurzu, který v tu dobu posiloval vlivem chystaných privatizačních prodejů a tyto intervence tak nebyly primárně cíleny na splnění inflačního cíle.

Na základě analýzy sledovaného období můžeme říci, že devizový kurz je faktorem, jenž má na míru inflace v zemi značný vliv. Vzhledem k faktu, že ČNB má možnost kurz ovlivnit prostřednictvím devizových intervencí, je možné kurz využít jako nástroj měnové politiky a prostředek pro dosažení inflačních cílů. Jak již bylo řečeno, ČNB využila potenciál kurzu v roce 2013, poté, co se měnově-politické úrokové sazby ocitly na technické nule.

Domníváme se, že šlo o správné rozhodnutí. Vzhledem k tomu, že protiinflační vlivy v roce 2013 byly velmi silné, reálně hrozil vznik deflace, která s sebou, jak jsme si vysvětlili v první kapitole, nese značná negativa. Jsme proto přesvědčeni, že zásah ze strany ČNB, jakožto instituce zodpovídající za cenovou stabilitu, byl nezbytný.

Druhou možností, která tehdy připadala v úvahu pro dosažení inflačního cíle, bylo snížení měnově-politických úrokových sazeb do záporných hodnot. Myslíme si, že schopnost tohoto opatření v podmínkách roku 2013 dosáhnout inflačního cíle či alespoň zabránit deflaci je značně diskutabilní. Nemyslíme si, že by toto opatření vedlo k záporným úrokovým sazbám na klientských účtech, to by bylo ze strany komerčních bank poměrně drastické, a jejich klienty by nepochybně nepotěšilo. A jelikož v bankovním sektoru je u nás značná konkurence, nemyslíme si, že by si něco takového banky v ČR dovolily. Otázkou také je, jak by se toto opatření projevilo na úvěrech poskytovaných komerčními bankami. Logicky, na základě transmisního mechanismu, by zde mělo dojít ke snížení úrokových sazeb. Pakliže by však banky nezavedly záporné sazby na klientských účtech, což je dle našeho názoru pravděpodobné, došlo by u nich ke ztrátě. A vzhledem k tomu, že v roce 2013 poptávka po úvěrech v ČR rostla, tak se domnívám, že ideální variantou pro komerční banky, jak vzniklou ztrátu vykompenzovat, by paradoxně bylo zvýšení sazeb u úvěrů, což by však bylo v přímém rozporu s cílem ČNB.

Ať tak, či tak, myslíme si, že volba devizových intervencí byla volbou správnou. Na základě zkušeností z dřívějších víme, že znehodnocení kurzu zkrátka vede ke zvýšení dovozních cen, a tím i zvýšení míry inflace. Zvýšení cen se navíc projeví poměrně rychle, a v roce 2013, kdy ceny dováženého zboží oproti předchozímu roku klesaly, to byla volba logická, která tento faktor mohla přímo vykompenzovat. Naproti tomu zkušenosti se zápornými úrokovými sazbami chyběly a nebylo tedy vůbec jasné, do jaké míry, a zdali vůbec, by zafungovaly.

Rozhodnutí využívat devizové intervence jako nástroj měnové politiky sice zatím nevedlo ke splnění inflačního cíle, na druhou stranu však, pakliže by tento nástroj využit nebyl, s vysokou pravděpodobností by u nás došlo k deflaci – faktory svědčící tomuto možnému vývoji jsou uvedeny v předchozí kapitole. Devizové intervence navíc prospěly podnikatelům vyvážejícím své produkty do zahraničí, a tím přispěly k ekonomickému růstu, který byl v roce 2015 jedním z nejvyšších v EU. Otázkou však je, jak a kdy režim devizových intervencí ukončit. Domníváme se, že režim devizových intervencí by se měl ukončit v situaci, kdy se bude míra inflace pohybovat okolo svého cíle, s tím, že měnově-politické úrokové sazby již nebudou na technické nule, ale budou vyšší. Na druhou stranu si ale myslíme, že ukončení závazku udržovat korunu slabší než 27 CZK/EUR by mohlo být problematické. Existuje totiž

značné riziko, že se po vyhlášení ukončení tohoto závazku kvůli spekulantům skokově zvýší poptávka po koruně, a tím bude kurz v krátké době výrazně posilovat. To by však mělo negativní dopady na české exportující firmy a také na dovozní ceny, které by opět začaly působit protiinflačně. Domníváme se proto, že chování ČNB před ukončením režimu intervencí musí být co nejtransparentnější a musí otevřeně komunikovat s veřejností, aby se firmy na případné posílení kurzu byly schopny co nejlépe připravit. Myslíme si také, že samotné ukončení režimu devizových intervencí by mělo být doprovázeno krátkodobým sražením měnově-politických úrokových sazeb klidně i do záporných hodnot, aby se využilo záporného úrokového diferenciálu ke kompenzaci tlaků na posilování kurzu koruny. Guvernér ČNB Miroslav Singer nicméně prezentoval myšlenku, že režim devizových intervencí bude ukončen až v době, kdy již nebudou působit krátkodobé tlaky na posilování koruny. Navíc máme režim řízeného plovoucího kurzu, a v této souvislosti se Miroslav Singer nechal slyšet, že princip tlumení prudkých pohybů kurzu zůstane i po ukončení kurzového závazku. Dá se tedy dovodit, že kdyby došlo k prudkým pohybům kurzu, ČNB by ve snaze o zabezpečení stability kurzu zasáhla. Můžeme se tak domnívat, že ačkoli opuštění režimu devizových intervencí může přinést určité problémy, ČNB má možnosti, jak těmto problémům zabránit.

5.2 Faktory omezující plnění inflačních cílů

Při posuzování plnění inflačních cílů ČNB musíme brát v potaz to, že existuje celá řada faktorů, které jsou zcela nebo ve velké míře mimo vliv ČNB. Nepříznivý vývoj těchto faktorů z hlediska inflačních cílů může vést, a ve sledovaném období také často vedl, k jejich nesplnění, bez toho, abychom to mohli klást ČNB za vinu. V následujících odstavcích se budeme těmito faktory, které ve sledovaném období působily, zabývat.

V první řadě je potřeba si uvědomit, že úrokové sazby jakožto nejpoužívanější měnově-politický nástroj, nepůsobí na míru inflace ihned po své změně, ale se značným časovým zpožděním, které se pohybuje okolo 12 – 18 měsíců. Tento fakt potom vede k tomu, že ČNB musí vycházet z prognóz a nikoli jen ze současného vývoje. Zde se dostáváme k prvnímu problému. Je velmi obtížné předpovědět budoucí vývoj a vždy mohou nastat situace, které zkrátka není možné předpovědět, proto prognózy nemusí odpovídat a často také neodpovídají realitě. A pakliže prognóza nepředpoví správně vývoj, ČNB nemůže adekvátně zareagovat a zpřísnit či uvolnit měnovou politiku tak, jak je to potřeba. Ve sledovaném období těchto situací nastalo několik, příkladem může být prognóza z července 2001, která pro druhé pololetí roku 2002 předpokládala míru inflace v horní polovině inflačního pásma. ČNB na to zareagovala zvýšením repo sazby o

0,25 % na 5,25 %. Prognóza se ovšem nevyplnila a míra inflace se v tomto období pohybovala hluboko pod cílovým pásmem, přičemž úrokové sazby působily opačným směrem, než jak by to bylo potřeba.

Dále je potřeba si uvědomit, že na míru inflace působí celá řada faktorů, jejichž ovlivnění není v silách ČNB, a kdyby se tyto faktory snažila vykompenzovat, zbytečně by to vedlo k rozkmitání ekonomiky. Jedná se zde například o změny cen komodit na světových trzích, typicky pak změny cen zemědělských produktů a energií, zejména ropy, která úzce souvisí s cenami pohonných hmot a která v námi sledovaném období vedla k vychýlení míry inflace od inflačního cíle hned několikrát – například v roce 2015. ČNB nemůže ovlivnit také přírodní katastrofy, které mohou mít vliv na cenový vývoj, jako například povodně v roce 1998, které se podepsaly na cenách potravin. Z hlediska plnění inflačních cílů jsou problematické také změny ve fiskální politice. Tyto změny (jedná se zejména o změny ve zdanění) se mohou výrazně podepsat na výši míry inflace, nicméně ČNB je nemůže ovlivnit, a tak na ně nereaguje. Příkladem může být rok 2008, kdy vlivem administrativních opatření došlo k výraznému přestřelení inflačního cíle.

Na základě předchozí kapitoly také již víme, že ani snížení úrokových sazeb až na technickou nulu nemusí vést k oživení poptávky a zvýšení míry inflace. S touto situací jsme se setkali v roce 2013. Negativní vnímání ekonomické situace a obavy z budoucího vývoje byly natolik silné, že ani úrokové sazby na velmi nízkých hodnotách nebyly schopny donutit spotřebitele a investory k utrácení. Můžeme se proto domnívat, že i samotná nálada ve společnosti má na ekonomický vývoj značný vliv a úrokové sazby jako nástroj nemusí vždy zafungovat tak, jak by měly.

Značný vliv má také, jak již bylo řečeno, devizový kurz. Na základě předchozích kapitol víme, že kurz je v oblasti měnové politiky faktorem velmi významným, a změny kurzu se ve sledovaném období na míře inflace podepsaly výrazným způsobem, ať už směrem k inflačnímu cíli, nebo od něho. Například v roce 2003, kdy apreciacie kurzu přispěla k vůbec nejnižší míře inflace od transformace, a to 0,1 %, a v mnohých dalších letech.

Je potřeba si uvědomit, že míru inflace ovlivňuje celá řada faktorů, a to jak rámci ČR, tak i na mezinárodním poli. Svět je v dnešní době propojen a události v kterékoli části světa se mohou promítnout do ekonomické situace a míry inflace v mnohých dalších státech. V této souvislosti je potřeba zdůraznit, že ČR je v porovnání se zbytkem vyspělého světa stát velmi malý, navíc s dosti otevřenou ekonomikou. Jsme navíc členy EU, což z nás činí stát s okolním světem ještě provázanější. Je pro nás tedy v podstatě nemožné ovlivnit mezinárodní trendy a události, či alespoň zabránit tomu, aby nás tyto trendy také ovlivnily. Vývoj v zahraničí má

tak dopady i na ekonomickou situaci a míru inflace u nás. V minulosti se jednalo například o krizi na Ukrajině, která měla za následek sankce vůči Rusku schválené na úrovni EU, s dopadem na cenu potravin a tím i míru inflace. Dále šlo například o nízkoinflační až deflační vývoj v EU v posledních letech, který se prostřednictvím dovozních cen nevyhnutelně dotkl i nás, nebo typicky o hospodářskou krizi započatou v roce 2008 v USA, která se dotkla velké části světa, včetně ČR. Ve světě zkrátka vznikají trendy, kterým ČNB, ale obecně vzato i celá ČR, jednoduše nemá šanci zabránit.

Je zřejmé, že na míru inflace působí celá řada faktorů a celá řada z nich je mimo vliv ČNB. Na základě zjištěných skutečností tak můžeme říci, že ČNB sice míru inflace ovlivňovat může, ale jen do určité míry. Naprosté plnění inflačních cílů každý rok tak v podstatě není možné. Na druhou stranu se však domníváme, že neustálé a přesné plnění inflačních cílů v podstatě ani není nutné. Za důležité považujeme dosažení mírné, avšak nezáporné inflace, což se u nás dlouhodobě daří. Ve sledovaném období nedocházelo k příliš vysokým mírám inflace, ani k déletrvající deflaci. Ekonomické subjekty se tak nemusely potýkat s negativy z těchto jevů vyplývajících, což považujeme za klíčové.

Závěr

Cílem práce bylo na základě popisu využívání různých nástrojů měnové politiky a analýzy dat různých měr inflace v ČR zhodnotit plnění inflačních cílů Českou národní bankou.

Abychom tohoto cíle mohli dosáhnout, museli jsme se na začátku práce nejdříve zaměřit na základní teoretické záležitosti ohledně inflace. V rámci této kapitoly jsme si inflaci definovali, vysvětlili jsme si pojmy s inflací související, dále pak jaké negativní dopady jsou s inflací spojeny. Zabývali jsme se také problematikou nulové inflace, která by se na první pohled mohla zdát jako ideální, nicméně má své stinné stránky a pro ekonomiku je tak vhodnější mírná inflace. Součástí této kapitoly pak byl také výpočet inflace a příčiny jejího vzniku. V závěru kapitoly jsme se pak také zabývali deflací, což je nyní v ČR ale i ve zbytku EU téma velmi aktuální. Na základě této kapitoly můžeme říci, že deflace je obávaným jevem, který s sebou může přinést značná negativa a rizika, a tak by se jí Česká národní banka měla snažit předejít.

Dalším parciálním cílem byla charakteristika České národní banky, její politiky a cílů. Zabývali jsme se zde hlavním cílem ČNB, kterým je péče o cenovou stabilitu, a vysvětlili jsme si, že tento cíl je zároveň důvodem, proč by centrální banka měla být nezávislá, jelikož čím je centrální banka nezávislejší, tím lépe se daří dosahovat cenové stability. Z tohoto pohledu je postavení ČNB dobré, jelikož její nezávislost je značná. Sama si například určuje dílčí cíle – inflační cíle si tedy stanovuje sama. Dále jsme se zabývali bankovní radou a funkcemi ČNB, kterými jsou zejména funkce emisní, funkce vrcholového subjektu měnové politiky, regulace a dohled nad bankovním systémem, banka státu, banka bank a také devizová činnost ČNB. Důležité zde byly také nástroje, které ČNB k dosažení svých cílů využívá. V závěru kapitoly pak byl popsán měnově-politický režim cílování inflace, který ČNB využívá od roku 1998, a který se, dle mého názoru, osvědčil o poznání více, než režim cílování peněžní zásoby využívaný v letech předešlých.

Třetí parciální cíl spočíval v analýze vývoje míry inflace od roku 1998 do současnosti. Zjistili jsme, že nejvyšších hodnot dosahovala v roce 1998, a to 10,7 %, nicméně v předchozích letech se míra inflace běžně přibližovala desetiprocentní hranici, a tak se nejednalo o situaci až tak neobvyklou, navíc v dalším roce již míra inflace spadla na 2,1 %. Nejnižší pak byla v roce 2003, kdy dosahovala pouhých 0,1 % a v některých měsících tohoto roku se propadla do deflace. Pozitivem je, že se míra inflace po většinu sledovaného období pohybovala na relativně nízkých a zároveň nezáporných hodnotách. Dá se tak říci, že jsme u nás ve

sledovaném období s mírou inflaci problémy neměli. Nedošlo k hyperinflaci, ani k deflaci trvající více než několik měsíců, a tak jsme se vyhnuli negativům s těmito jevy spojenými.

Hlavním cílem této práce bylo zhodnocení plnění inflačních cílů Českou národní bankou. Této problematice jsme věnovali čtvrtou kapitolu. Nejdříve jsme se zaměřili na samotné inflační cíle, tedy jaký druh inflace a jaká její výše se bude cílovat. Tyto informace jsme pak zobrazili v grafu.

Jak víme, inflační cíle se stanovovaly pro různá období různě. Z tohoto důvodu jsme si sledované období rozdělili do několika částí, podle toho, jaký inflační cíl byl pro dané období stanoven, a to konkrétně na období 1998 – 2001, kdy se cílovala čistá inflace a plnění bylo vždy k prosinci daného roku, dále na období 2002 – 2005 kdy byl inflační cíl stanoven za pomoci průběžně klesajícího pásma z 3 – 5 % na 2 – 4 %, a to již v celkové inflaci. Další období pak bylo 2006 – 2009, kdy byl inflační cíl stanoven ve výši 3 % s tolerančním pásmem 1 % oběma směry, následovalo období 2010 – 2013 s inflačním cílem 2 % a opět s tolerančním pásmem 1 % oběma směry. V posledním období 2014 – 2016 byl inflační cíl stanoven stejným způsobem jako v období předchozím, ale analyzovali jsme ho samostatně kvůli devizovým intervencím, které byly zahájeny na konci roku 2013. Ke všem těmto obdobím jsme zpracovali graf porovnávající tyto inflační cíle s vývojem míry inflace, pro první období s vývojem míry inflace čisté, pro následující období pak již s vývojem míry inflace celkové. Následně jsme zjišťovali, zdali byl inflační cíl splněn, a když nebyl, zjišťovali jsme, proč tomu tak není. Plnění inflačních cílů jsme následně shrnuli v poslední kapitole, kde jsme zpracovali graf za celé sledované období.

Realita je taková, že se ČNB v mnohých letech inflační cíl splnit nepodařilo. Existuje totiž celá řada faktorů, jejichž ovlivnění není v moci ČNB a které tak mohou způsobit nesplnění inflačního cíle. Tyto faktory, které v námi sledovaném období komplikovali splnění inflačního cíle, jsme si shrnuli v poslední kapitole – jedná se například o změny cen komodit na světových trzích, typicky pak změny cen ropy, ceny potravin které mohou kolísat v závislosti na úrodě či konkurenčním boji mezi prodejci. Ve sledovaném období se na nesplnění inflačního cíle podepsaly také změny regulovaných cen a nepřímých daní. Nezpochybnitelný vliv má také devizový kurz, který ČNB od roku 2013 používá jako nástroj měnové politiky, čímž jsme se zabývali v předchozích kapitolách. ČR je navíc malá, otevřená ekonomika, takže i samotný vývoj cen v zahraničí má na ceny u nás značný vliv, jelikož se k nám tyto změny dostanou přes zahraniční obchod.

Na závěr můžeme říci, že na základě zjištěných skutečností je nereálné, aby ČNB plnila inflační cíle neustále. Česká národní banka nepochybně má možnosti, jak míru inflace ovlivnit, na druhou stranu však existuje velké množství faktorů, které ČNB ovlivnit nemůže, a které splnění inflačních cílů mohou zmařit.

Myslíme si ale, že neustálé přesné plnění inflačních cílů není potřeba. Důležité je, aby se skutečná míra inflace od inflačních cílů neodkláněla ve velké míře a dlouhodobě. Potom by ČNB mohla ztratit svoji důvěryhodnost, a tím i schopnost ovlivňovat inflační očekávání ekonomických subjektů, což by mohlo narušit hlavní cíl ČNB – zajištění dlouhodobé cenové stability. K tomu však nedochází, míra inflace se sice od inflačních cílů odklání, ale ve většině případů ne o více než 1 %, zároveň zde také nedochází k deflaci ani vysokým mírám inflace. Cílování inflace je navíc jen prostředkem, jak dosáhnout hlavního poslání ČNB, tedy dlouhodobé cenové stability, a toto poslání se zatím daří úspěšně plnit.

Použitá literatura

- [1] ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011
- [2] Česká republika od roku 1989 v číslech. In: *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2016-03-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ceska-republika-od-roku-1989-v-cislech#03>
- [3] ČNB. Cílování inflace v ČR. In: *Česká národní banka* [online]. ©2003-2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
- [4] ČNB. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-04]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/
- [5] ČNB. Prohlášení bankovní rady. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/download/tk_02sz2016_cz.pdf
- [6] ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2004: Záznamy z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2004 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2004/index.html
- [7] ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2008: Záznamy z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2008 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2008/index.html
- [8] ČNB. Rozhodnutí bankovní rady - 2009: Záznamy z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2009 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2009/index.html
- [9] ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB - 2012. In: *Česká národní banka* [online]. 2012 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2012/index.html
- [10] ČNB. Rozhodnutí bankovní rady ČNB - 2013: Záznam z jednání. In: *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/index.html
- [11] ČNB. Rozhodnutí bankovní rady: Záznamy z jednání 2006, 2007. In: *Česká národní banka* [online]. 2007 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2007/index.html

- [12] ČNB. Tabulka klíčových makroekonomických indikátorů. In: *Česká národní banka* [online]. 2014 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html
- [13] ČNB. Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank. In: *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF
- [14] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1998, **1998**(1) [cit. 2016-02-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_rijen/index.html
- [15] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1999, **1998**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/index.html
- [16] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 1999, **1999**(4) [cit. 2016-02-09]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/index.html
- [17] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2000**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/index.html
- [18] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2001**(2) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_cervenec/index.htm
1
- [19] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2001, **2001**(3) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_rijen/index.html
- [20] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2002, **2001**(3) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/index.html
- [21] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2003, **2002**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/index.html
- [22] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2004, **2003**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/index.html
- [23] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2005, **2004**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_leden/index.html
- [24] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2006, **2005**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/index.html

- [25] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2007, **2006**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/index.html
- [26] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2007, **2007**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/index.html
- [27] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2008, **2007**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_I/index.html
- [28] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2008, **2008**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/index.html
- [29] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2009, **2009**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/index.html
- [30] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2010, **2010**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/index.html
- [31] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2011, **2011**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/index.html
- [32] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2012, **2012**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/index.html
- [33] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2013, **2013**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html
- [34] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2013, **2013**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/index.html
- [35] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2014, **2014**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/index.html
- [36] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2014, **2014**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/index.html
- [37] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2015, **2015**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/index.html
- [38] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2015, **2015**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/index.html
- [39] ČNB. *Zpráva o inflaci* [online]. 2016, **2016**(1) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/index.html

- [40] ČNB. *Zpráva o inflaci, tabulková příloha – vývoj inflace* [online]. 2003, **2002**(4) [cit. 2016-02-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/index.html
- [41] EUR průměrné kurzy 2013. In: *Kurzy.cz* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/EUR-euro/2013/>
- [42] Inflace - druhy, definice, tabulky. In: *Český statistický úřad* [online]. 2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- [43] JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004
- [44] JUREČKA, Václav a . *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013, Expert (Grada),
- [45] MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2003
- [46] Měnověpolitické nástroje. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html
- [47] Parametry dodávací repo operace. In: *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-03-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/parametry_dodavaci_repo.html
- [48] PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie: základní kurz*. 2. vyd. Praha: Melandrium, 2007
- [49] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011
- [50] REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012
- [51] USD průměrné kurzy 1997. *Kurzy.cz* [online]. Praha, 1997 [cit. 2016-02-08]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/USD-americky-dolar/1997/>
- [52] USD průměrné kurzy 2002. *Kurzy.cz* [online]. Praha, 1997 [cit. 2016-02-08]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/kurzy-men/historie/USD-americky-dolar/2002/>
- [53] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů