



# **DIPLOMOVÁ PRÁCE**

Měnově-politické režimy ČNB

Monetary Policy Regimes of Czech National Bank

# **STUDIJNÍ PROGRAM**

Projektové řízení inovací

# **VEDOUcí PRÁCE**

Mgr. František Hřebík, Ph.D.

ZAMAZAL

JAKUB

**2021**

## I. OSOBNÍ A STUDIJNÍ ÚDAJE

Příjmení: **Zamazal** Jméno: **Jakub** Osobní číslo: **439561**  
Fakulta/ústav: **Masarykův ústav vyšších studií**  
Zadávající katedra/ústav: **Institut ekonomických studií**  
Studijní program: **Projektové řízení inovací**

## II. ÚDAJE K DIPLOMOVÉ PRÁCI

Název diplomové práce:

**Měnově-politické režimy ČNB**

Název diplomové práce anglicky:

**Monetary Policy Regimes of Czech National Bank**

Pokyny pro vypracování:

Cílem diplomové práce je porovnat účinnost měnově-politického režimu cílování inflace ve sledovaném období.

Teoretická část:

1) Funkce ČNB 2) Režimy měnové politiky 3) Inflace jako ekonomický jev 4) Cílování inflace

Praktická část:

1) Plnění inflačních cílů ve sledovaném období 2) Možná prognóza budoucího vývoje.

Seznam doporučené literatury:

HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 6. vydání. V Praze: C. H. Beck, 2016. ISBN 978-80-7400-278-6.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-3893-2.

JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 3., aktualizované a rozšířené vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 978-80-271-0251-8.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 3., aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽDÁREK. *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN 978-80-247-5858-9.

Jméno a pracoviště vedoucí(ho) diplomové práce:

**Mgr. František Hřebík, Ph.D., institut ekonomických studií MÚ**

Jméno a pracoviště druhé(ho) vedoucí(ho) nebo konzultanta(ky) diplomové práce:

Datum zadání diplomové práce: **25.01.2021**

Termín odevzdání diplomové práce: **20.09.2021**

Platnost zadání diplomové práce: **19.09.2022**

Mgr. František Hřebík, Ph.D.  
podpis vedoucí(ho) práce

Mgr. František Hřebík, Ph.D.  
podpis vedoucí(ho) ústavu/katedry

prof. PhDr. Vladimíra Dvořáková, CSc.  
podpis děkana(ky)

## III. PŘEVZETÍ ZADÁNÍ

Diplomant bere na vědomí, že je povinen vypracovat diplomovou práci samostatně, bez cizí pomoci, s výjimkou poskytnutých konzultací. Seznam použité literatury, jiných pramenů a jmen konzultantů je třeba uvést v diplomové práci.

\_\_\_\_\_  
Datum převzetí zadání

\_\_\_\_\_  
Podpis studenta

ZAMAZAL, Jakub. *Měnově-politické režimy ČNB*. Praha: ČVUT 2021. Diplomová práce. České vysoké učení technické v Praze, Masarykův ústav vyšších studií.



**MASARYKŮV ÚSTAV  
VYŠŠÍCH STUDIÍ  
ČVUT V PRAZE**

## Prohlášení

Prohlašuji, že jsem svou diplomovou práci vypracoval samostatně. Dále prohlašuji, že jsem všechny použité zdroje správně a úplně citoval a uvádím je v příloženém seznamu použité literatury. Nemám závažný důvod proti zpřístupnění této závěrečné práce v souladu se zákonem č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) v platném znění.

V Praze dne: 20. 09. 2021

Podpis:

## **Poděkování**

Velice děkuji vedoucímu této diplomové práce panu Mgr. Františku Hřebíkovi, Ph.D. za ochotu, pomoc a především trpělivost a shovívavost při vypracovávání této práce.

# Abstrakt

Diplomová práce se zabývá měnovou politikou nejen České národní banky. Práce je rozdělena na praktickou a teoretickou část. V teoretická část se věnuje nejdříve historii centrálního bankovníctví a posléze poměrně podrobně popisuje měnovou politiku centrálních bank. Na konec se v rámci teoretické části dostane k teoretickému rozboru inflace a inflačního cílování. V praktické části se práce věnuje plnění inflačních cílů ve sledovaných obdobích a prognóze budoucího vývoje inflace.

## Klíčová slova

měnová politika, centrální bankovníctví, inflace, inflační cíl, Česká národní banka

# Abstract

This thesis covers monetary policy of but not only of Czech National Bank. Thesis is divided into practical and theoretical parts. Theoretical part first deals with the history of central banking and then describes the monetary policy of central banks. Finally, the theoretical part leads to a definition and analysis of inflation and inflation targeting. In the practical part, the work deals with the fulfilment of inflation targets in the monitored periods of time and the prognosis of future inflation.

## Key words

Monetary policy, central banking, inflation, inflation target, Czech National Bank

# Obsah

Úvod .....	5
<b>1 Česká národní banka .....</b>	<b>7</b>
1.1 Historie a vznik centrálního bankovníctví.....	7
1.2 Historie a vznik České národní banky .....	7
1.3 Funkce České národní banky .....	8
1.3.1 Emisní činnost.....	8
1.3.2 Měnová politika ČNB.....	8
1.3.3 Devizová činnost.....	10
1.3.4 Dohled nad finančním trhem .....	11
1.3.5 Banka Bank .....	12
1.3.6 Banka státu.....	14
1.3.7 Další činnosti České centrální banky .....	14
<b>2 Měnová politika.....</b>	<b>15</b>
2.1 Režimy měnové politiky.....	15
2.2 Podstata měnové politiky .....	15
2.3 Nástroje měnové politiky.....	16
2.4 Kvantitativní uvolňování .....	17
2.5 Cíle měnové politiky .....	18
2.5.1 Operační cíl.....	18
2.5.2 Zprostředkující cíl .....	18
2.5.3 Konečný cíl.....	18
2.6 Transmisní mechanismus měnové politiky.....	18
2.6.1 Kanály měnové politiky .....	19
2.6.2 Úvěrový kanál.....	20
2.6.3 Kanál bohatství.....	21
2.6.4 Úrokový kanál.....	21
2.6.5 Kanál měnového kurzu.....	22
2.7 Pravidla měnové politiky .....	22
2.7.1 Požadavky na pravidla měnové politiky a autopilot.....	22
2.7.2 Friedmanovo pravidlo .....	23



2.7.3	Taylorovo pravidlo.....	23
<b>3</b>	<b>Inflace jako ekonomický jev .....</b>	<b>24</b>
3.1	Definice inflace .....	24
3.2	Příčiny vzniku inflace.....	25
3.2.1	Inflace tažená poptávkou (poptávkový šok).....	25
3.2.2	Inflace tažená nabídkou (nabídkový šok).....	27
3.3	Druhy inflace.....	28
3.3.1	Dělení podle hlavního faktoru.....	28
3.3.2	Dělení podle očekávání .....	28
3.3.3	Dělení podle projevu inflace .....	29
3.3.4	Dělení podle tempa růstu.....	29
3.4	Měření inflace.....	30
3.4.1	Deflátor HDP.....	30
3.4.2	Index spotřebitelských cen.....	30
3.4.3	Index cen výrobců .....	31
3.4.4	Inflační jádro.....	31
3.5	Dopady a vlivy inflace .....	32
3.5.1	Redistribuční efekt inflace.....	33
3.5.2	Negativní projevy inflace.....	34
3.6	Vztah inflace s některými makroekonomickými veličinami .....	35
3.6.1	Phillipsova křivka .....	35
3.6.2	Vliv měnového kurzu na inflaci .....	37
3.6.3	Vliv ceny ropy na inflaci.....	38
<b>4</b>	<b>Cílování inflace .....</b>	<b>39</b>
4.1	Základní pojmy a mechanismus cílování inflace.....	40
4.1.1	Stanovení inflačního cíle.....	41
4.1.2	Provedení inflační prognózy.....	41
4.1.3	Krátkodobá úroková sazba .....	42
4.2	Úloha inflačních předpovědí.....	42
<b>5</b>	<b>Plnění inflačních cílů ČNB ve sledovaném období.....</b>	<b>44</b>
5.1	Období 1998-2001.....	44
5.1.1	Plnění inflačního cíle 1998-2001 .....	45

5.2	Období 2002-2005 .....	45
5.2.1	Plnění inflačního cíle 2002-2005 .....	45
5.3	Období 2006-2009 .....	45
5.3.1	Plnění inflačního cíle 2006-2009 .....	45
5.4	Období 2011-2020 .....	46
5.4.1	Plnění inflačního cíle 2011-2020 .....	46
<b>6</b>	<b>Prognóza budoucího vývoje inflace .....</b>	<b>47</b>
6.1	Prognóza celkové inflace .....	47
<b>Závěr .....</b>		<b>48</b>
<b>Seznam použité literatury .....</b>		<b>49</b>
<b>Seznam použitých internetových zdrojů .....</b>		<b>50</b>
<b>Seznam obrázků.....</b>		<b>51</b>
<b>Seznam tabulek .....</b>		<b>52</b>

# Úvod

Téma této diplomové práce je měnová politika a zejména měnová politika České národní banky, což je v současné době režim cílování inflace. Cílem této práce je vypracovat literární rešerši, která čtenáře uvede do problematiky centrálního bankovníctví, měnové politiky, inflace a inflačního cílování.

Práce v první kapitole poskytne stručný přehled o historii a především objasní účel, funkci a jednotlivé činnosti centrálních bank. Ve druhé kapitole se práce zabývá měnovou politikou, ve které jsou popsány režimy měnové politiky, její nástroje, pravidla a mechanismy a v neposlední řadě i cíle měnové politiky. Ve třetí kapitole se práce dostává k teoretickému vymezení inflace. Kapitola se nejdříve zabývá definicí a posléze popisuje její dopady na ekonomiku, jaké jsou druhy inflace nebo jak se inflace měří. V poslední kapitole teoretické části této práce je čtenáři představeno cílování inflace.

Praktická část této práce je rozdělena na dvě kapitoly. Kapitola první se zabývá plněním inflačních cílů České národní banky od roku 1998 po současnost. Ve druhé kapitole se práce věnuje prognóze budoucího vývoje inflace.

V závěru je stručný souhrn celého obsahu této diplomové práce.

# TEORETICKÁ ČÁST

# 1 Česká národní banka

## 1.1 Historie a vznik centrálního bankovníctví

Vznikem centrálního bankovníctví začala nová éra bankovního systému. Založení prvních centrálních bank se z pohledu současnosti nemusí zdát být podložené, postupem času však jejich opodstatnění a význam v každé vyspělé ekonomice narůstal. Dnes mají centrální banky nezastupitelné místo pro regulaci bankovního systému a především v měnové politice.[2]

Centrální banky jsou relativně mladé instituce, první vznikaly v 17. století, v dnešní podobě začali centrální banky fungovat až v 19. století a v některých zemích byla centrální banka zřízena až po 2. světové válce. Často to bylo právě ničivé působení válek na ekonomiku, nerozvážené nakládání s finančními prostředky, či nedostatek peněz z drahých kovů, které vedli ke zřizování těchto institucí. Tyto banky zastávali dvě hlavní funkce [2]:

- Vedení účtu pro vládu (panovníka)
- Úvěrování schodků státního rozpočtu

Centrální banka může vzniknout buď přeměnou již existující obchodní banky, kdy je pověřena výkonem výše uvedených funkcí a emisí hotovostních peněz, nebo založením zcela nové instituce. Obecně platí, že v jedné zemi funguje pouze jedna centrální banka, ale existují i výjimky (např. Saúdská Arábie nemá centrální banku, Federální rezervní systém Spojených států amerických má centrálních bank 12).

## 1.2 Historie a vznik České národní banky

Rozpadem Rakouska-Uherska nově vzniklé Československo potřebovalo vlastní bankovní a měnový systém. V únoru 1919 se uskutečnila měnová odluka a byl založen Bankovní úřad ministerstva financí, který měl mimo jiné za úkol připravit vznik samostatné centrální banky a do jejího vzniku zastával funkci správce měny. V roce 1926 byla založena Národní banka Československa (NBČ). Měla status akciové společnosti a z jedné třetiny byla vlastněna státem.[18]

Po obsazení Čech a Moravy nacistickým Německem musela NBČ přijmout název Národní banka pro Čechy a Moravu a Říšská banka v Berlíně převzala veškerý dozor. Na krátkou dobu v roce 1944 vznikl při ministerstvu financí v Londýně Československý měnový úřad.[18]

Po skončení druhé světové války zůstaly v Československu české a slovenské měnové území a dvě samostatné cedulové banky, Národní banka a Slovenská národní banka, které byly ještě v roce 1945 sloučeny. V roce 1948 se Národní banka stala veřejným státním ústavem a na personální obsazení bankovní rady získal vliv prezident, vláda a ministerstvo financí.[18]

V 50. letech 20. století započala snaha přizpůsobit československé bankovníctví sovětskému modelu. V roce 1950 vznikla Státní banka československá (SBČS) sloučením Národní banky Československa, Slovenské Tatrabanky, Živnostenské banky a Poštovní spořitelny, která ztratila svou nezávislost a spadala pod rozhodování Ministerstva financí. V roce 1953 proběhla měnová reforma. SBČS zastávala funkci centrální banky a [18]

Po pádu bývalého režimu byl začátkem 90. let zaveden dvoustupňový bankovní systém a od Státní banky byly odděleny obchodní činnosti. SBČS se poté soustředila na emisní a devizovou činnost a správu měny.

Před vznikem dvou samostatných republik se Státní banka československá připravovala na rozdělení a 1. ledna 1993 začaly fungovat dvě nové centrální banky, v únoru byla rozdělena i měna. Česká národní banka (ČNB) je deklarována ústavou jako nezávislá na politickém vlivu. V roce 2006 došlo k integraci všech dohledových institucí do ČNB.[19]

## 1.3 Funkce České národní banky

Primárním úkolem ČNB je zajištění cenové stability, tedy aby růst cenové hladiny byl postupný a předvídatelný. ČNB vydává také bankovky a mince, řídí oběh peněz, platební styky a zúčtování bank či spravuje své devizové rezervy. Dohlíží na finanční trh a zajišťuje finanční stabilitu, což napomáhá k udržení prostředí dlouhodobě příznivého pro udržitelný hospodářský růst.

### 1.3.1 Emisní činnost

ČNB má v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, výhradní právo vydávat do oběhu bankovky a mince. Tento monopol se týká pouze peněz hotovostních, v případě bezhotovostních peněz je ČNB vedle obchodních bank jedním z mnoha emitentů. ČNB se stará o zásoby bankovek a mincí, stahuje z oběhu a likviduje opotřebované bankovky a mince a vyměňuje poškozené peníze za nové. ČNB také zajišťuje technickou přípravu platidel, včetně uměleckého zpracování, jejich výroby a dodání, připravuje právní a technickou ochranu platidel proti padělení. Dále zkoumá jejich platnost a eviduje padělaná či pozměněná platidla zadržená na území státu. [10]

**Hotovostní peníze**, tedy bankovky a mince, může emitovat téměř výhradně centrální banka. Do oběhu se dostávají nejčastěji výběrem z účtů obchodních bank u centrální banky nebo účtů klientů u obchodních bank.

**Bezhotovostní peníze** mohou emitovat i další instituce, zejména obchodní a jiné banky, které přijímají prostředky od nebankovních klientů na běžné účty, nebo těmto klientům poskytují bezhotovostní úvěry. [2]

### 1.3.2 Měnová politika ČNB

Primárním cílem ČNB je dle Ústavy ČR a zákona o České národní bance zajišťování cenové stability a pokud to není v rozporu s tímto hlavním cílem, ČNB také podporuje obecnou hospodářskou poli-

titku vlády. Zajištění cenové stability dosahuje ČNB změnami v nastavení měnových podmínek za pomoci svých měnově-politických nástrojů, zejména nastavení základních úrokových sazeb. Stejně jako většina centrálních bank, se ČNB zaměřuje zejména na stabilitu spotřebitelských cen, čímž se rozumí nikoli naprostá neměnnost cen, ale jejich mírný, postupný a předvídatelný růst. ČNB od roku 1998 funguje v měnově-politickém režimu cílování inflace. V období od ledna 2006 byl inflační cíl ve výši 3%, s pásmem tolerance jednoho procentního bodu a v březnu 2007 byl vyhlášen nový inflační cíl ve výši 2% platný od ledna 2010, opět s tolerančním pásmem jednoho procentního bodu. [20]

Mezi měnově-politické nástroje měnové politiky patří operace na volném trhu, automatické facility, povinné minimální rezervy, devizové intervence a dodávací repo operace. [11]

**Operace na volném trhu** mají za cíl řídit vývoj úrokových sazeb v ekonomice a nejčastěji jsou prováděny ve formě repo operací. Podle cíle a pravidelnosti je můžeme rozdělit následovně: [21]

- Hlavní měnový nástroj jsou repo operace prováděné ve formě tendru. Při těchto operacích ČNB přijme od bank nadbytečnou likviditu a předá bankám dohodnuté cenné papíry jako kolaterál. Po uplynutí doby splatnosti probíhá reverzní transakce, kdy ČNB vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu navýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka navrátí cenné papíry. Běžná doba trvání takovýchto operací jsou dva týdny, proto je klíčová právě dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba). Repo tendr obvykle probíhá třikrát týdně a banky mají ve stanovené době možnost podávat své objednávky, tedy objem (minimálně 300mil. Kč a následně násobky 100mil. Kč.) a požadovanou úrokovou míru. Nabídkám bank je následně vyhověno dle americké aukční procedury, tj. ČNB přijímá prioritně nabídky s nejnižší úrokovou sazbou. Pokud objem objednávek přesáhne předpokládaný přebytek likvidity, ČNB nabídky s nejvyššími sazbami odmítne, nebo jim vyhoví pouze částečně.
- Doplnkovým měnovým nástrojem je tříměsíční repo tendr, který ale v současnosti ČNB nevyužívá – poslední tříměsíční tendr byl vypsán v roce 2001.
- Nástroje jemného ladění (devizové operace, operace s cennými papíry) využívá ČNB při nečekaných krátkodobých výkyvech v likviditě trhu a jsou používány spíše výjimečně.

**Automatické facility** slouží k poskytování nebo ukládání volných peněžních prostředků tzv. přes noc (O/N). Dělí se na depozitní facility a lombardní facility. [21]

- Depozitní facility představuje možnost komerčních bank uložit u ČNB své volné peněžní prostředky. Standardně vklad začíná v den žádost a je splatný již následující pracovní den. Minimální objem vkladu je 10mil. Kč a je nutné podat žádost o uložení vkladu 15 minut před uzávěrkou účetního dne systému CERTIS. Vklad je úročen zpravidla diskontní sazbou představující dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.
- Lombardní facility naopak představuje možnost čerpat peněžní prostředky od ČNB. Může být poskytnuta bankám, které mají uzavřenou rámcovou repo smlouvu s ČNB, minimální objem je 10mil. Kč a je nutné podat žádost 25 minut před uzávěrkou účetního dne systému CERTIS. Takto poskytnuté finanční prostředky jsou úročeny lombardní sazbou před-

stavující horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Kvůli dlouhodobému přebytku likvidity není tato facilitu příliš využívána.

Díky **povinným minimálním rezervám** (PMR) může ČNB ovlivňovat množství volných peněžních prostředků v bankovním systému. Tato role však díky výraznému přebytku likvidity ztrácí na důležitosti a PMR slouží především jako rezerva finančních prostředků pro plynulé mezibankovní styky. Předepsaný objem PMR je stanoven na 2% z primárních vkladů bank, které jej udržují na svém účtu ve Zúčtovacím centru ČNB a/nebo na účtu pro výběry a skládání hotovostí, případně na zvláštním účtu pro PMR. Banka je povinna na účtech pro plnění PMR udržovat takový zůstatek, který je roven minimálně stanovené PMR pro dané udržovací období (udržovací období je přibližně 1 měsíc – od prvního čtvrtka v měsíce do středy před prvním čtvrtkem následujícího měsíce). Prostředky na těchto účtech jsou úročeny dvoutýdenní repo sazbou ČNB. Pro plynulé mezibankovní styky byly zavedeny kolateralizované (tzn. poskytnuté výměnou za cenné papíry) vnitrodenní úvěry. Úvěry jsou poskytovány ČNB obchodním bankám v průběhu dne, aby byly schopny plynule provádět platby i přesto, že v daný okamžik nemají na svém účtu platebního styku u ČNB dostatečný objem prostředků. Vnitrodenní úvěr není úročen, ale v případě nesplacení se mění marginální záůjční facilitu. [21]

K tlumení volatility na devizovém trhu, či uvolnění, popř. zpřísnění měnové politiky může ČNB využít **devizových intervencí**, což je nákup či prodej cizí měny za českou korunu Českou národní bankou. Ačkoliv devizové intervence nejsou v režimu cílování inflace běžně používaným nástrojem, za jistých okolností je třeba jich využít. Devizových intervencí využívala ČNB v letech 2013-2017 k oslabení kurzu koruny a udržovala ho poblíž hladiny 27CZK/EUR, kdy prodávala korunu a nakupovala cizí měny s cílem zabránit deflaci. [21]

Úrokové sazby	Úroková sazba	platí od
Dvoutýdenní repo operace – 2T repo sazba	0,25%	11.5.2020
Depozitní facilitu – diskontní sazba	0,05%	27.3.2020
Marginální záůjční facilitu – lombardní sazba	1,00%	11.5.2020
Povinné minimální rezervy	Sazba z primárních vkladů	platí od
Banky	2,00%	7.10.1999
Stavební spořitelny a ČMZRB	2,00%	7.10.1999

Tabulka 1 - Aktuální nastavení základních měnově-politických nástrojů. Zdroj: cnb.cz

### 1.3.3 Devizová činnost

ČNB zabezpečuje činnosti, které se týkají zapojení domácí ekonomiky v mezinárodních vztazích. V devizové oblasti se ČNB zabývá především operacemi s devizovými rezervami, operacemi na devizovém trhu a devizovou regulací.

**Devizové rezervy** v ČNB vznikají vkladem v zahraniční měně, prodejem cenných papírů, přijímáním úvěrů od zahraničních subjektů (nejčastěji jiných centrálních bank) a nákupem zahraničních měn od bankovních institucí. Devizové rezervy se skládají z aktiv ve volně směnitelných měnách, rezervní pozice vůči Mezinárodnímu měnovému fondu, zvláštních práv čerpání (Special Drawing Rights, SDR) a zásob měnového zlata. [2]



- Aktiva ve volně směnitelných měnách jsou zcela nejvýznamnější složkou devizových rezerv. Jsou tvořena zejména zahraničními cennými papíry a krátkodobými vklady u zahraničních bank
- Rezervní pozice vůči Mezinárodnímu měnovému fondu obsahuje především členský podíl
- SDR nepravidelně emituje Mezinárodním měnovým fondem, lze je směnit za zahraniční měny po dohodě s danou zemí
- Zásoby měnového zlata mohou sloužit jako záruka vůči zahraničním úvěrům, nebo jako způsob diverzifikace devizových rezerv

V následující tabulce je zobrazena struktura devizových rezerv. Hodnoty jsou udávány v milionech amerických dolarů. Hodnota cenných papírů tvoří přibližně dvě třetiny celkových rezerv, necelá jedna třetina jsou depozita a výrazně nižší část rezerv tvoří SDR, zlato, rezervní pozice u IMF a ostatní aktiva. [2]

A. Stav devizových rezerv	162758,7
(1) Devizové rezervy (v konvertibilních měnách)	157901,2
(a) Cenné papíry	109893,1
(b) Depozita	48008,1
(2) Rezervní pozice u IMF	739,6
(3) SDR	648,3
(4) Zlato	529,7
(5) Ostatní rezervní aktiva	2939,8

Tabulka 2 - Struktura devizových rezerv ČNB k 31.3.2021. v mil. USD. Zdroj: cnb.cz

ČNB dále provádí **operace na devizovém trhu** za účelem udržet, nebo případně navýšit hodnotu devizových rezerv. Může vystupovat na straně věřitele i dlužníka a protistranami jsou zahraniční centrální banky, vláda jiné země nebo některá z mezinárodních měnových institucí. ČNB se také podílí na **devizových regulacích**, což je především regulace pohybu zahraničního kapitálu, směnitelnosti a systému měnového kursu české koruny. K oslabení koruny používala ČNB v letech 2013-2017 již zmíněné devizové intervence, následkem čehož mimo jiné vzrostli devizové rezervy.[2]

### 1.3.4 Dohled nad finančním trhem

Česká národní banka vykonává dohled nad finančním trhem v České republice. Provádí tedy dohled na dálku i na místě nad bankovním sektorem, pojišťovnictvím, kapitálovým trhem, družstevními záložnami, penzijními společnostmi, fondy penzijních společností, směnárnami a institucemi v oblasti platebního styku. Udává pravidla chránící stabilitu bankovního sektoru, pojišťovnictví, kapitálového trhu a sektoru penzijních fondů. [13]

Česká národní banka také sleduje postihuje nedodržování právních předpisů v oblasti [14]

- obezřetného postupování dohlížených subjektů, jejich konsolidačních celků a skupin
- regulatorních limitů a výkaznictví
- pravidel jednání a odborné péče

- ochrany spotřebitele
- prevence legalizace výnosů z trestné činnosti a financování terorismu

Česká národní banka dále provádí pravidelné analýzy finanční situace dohlížených subjektů, vyhodnocuje jejich rizikovost a průběžně monitoruje jejich činnost, ověřuje interní modely úvěrových institucí a pojišťoven a přezkoumává a vyhodnocuje rizikový profil úvěrových institucí vzhledem k vnitřně stanovenému kapitálu, přezkoumává a vyhodnocuje také strategie, procesy a postupy pojišťoven a provádí zátěžové testy úvěrových institucí a pojišťoven. [22]

Mimo režim správního řízení může ČNB schvalovat položky kapitálu pojišťoven, externí auditory bank, družstevní záložny a pojišťovny, ověřovat způsobilost osob ve vedení institucí, výpisy z emise akcií před valnou hromadou bank a také položky započítávané do hodnoty vlastního kapitálu v sektorech doplňkového penzijního spoření a penzijního připojištění. [22]

V oblasti dohledu tržní transparency kapitálového trhu Česká národní banka vyhledává a vyšetřuje transakce, které tuto transparentnost narušují, nebo představují riziko pro stabilitu a integritu kapitálového trhu a dohlíží na dodržování opatření pro zamezení manipulace s trhem nebo zneužití vnitřních informací. [22]

### 1.3.5 Banka Bank

Měnová politika a dohled a regulace bank značí úzký vztah centrální banky s druhým stupněm bankovního systému. Aby centrální banka mohla vykonávat tyto činnosti, musí mít možnost zásahu do dohlížených bankovních institucí, což postupně vedlo ke vzniku a rozvoji funkce centrálních bank jakožto bankéře celého bankovního sektoru. Tato funkce zahrnuje řadu činností, které jsou spolu vzájemně provázány.

ČNB **přijímá vklady** v domácí měně, případně zahraničních měnách, od domácích bank a poboček bank zahraničních. [2]

V první řadě jde o tzv. **Povinné minimální rezervy** v domácí měně. Jejich hlavním smyslem je regulace likvidity bank a hodnot peněžních multiplikátorů v podobě vazeb mezi měnovými agregáty a měnovou bází. Tyto rezervy jsou dány sazbou z vyměřovací základny, kterou je průměrná výše vkladů nebankovních subjektů u bank za dané minulé období. [2]

Každá banka by měla mít rezervy u centrální banky vyšší, než je minimální požadovaná výše, proto ČNB přijímá **dobrovolné rezervy**. Tyto rezervy by banky měly vytvářet z těchto hlavních důvodů:

- ČNB zabezpečuje mezibankovní zúčtování. Pokud má některá z bank na účtu nedostatečné množství prostředků ČNB k úhradě použije část povinných rezerv s následnými sankcemi, nebo bance poskytne úvěr, nebo příkazy k platbám vůbec nezrealizuje.
- Protože výše minimálních rezerv od průměru za předchozí období, banky ji předem přesně neznají a drží-li na účtu nedostatečnou výši prostředků, platily by sankce.
- Banky mohou držet na účtech prostředky nevyužité např. z důvodů regulačních pravidel, nebo pokud nemají vhodné alternativní využití.

ČNB také **poskytuje úvěry** různého typu jak domácím bankám, tak i pobočkám zahraničních bank. Úvěry lze dělit podle více kritérií, zde je budu dělit podle doby splatnosti a účelu. [2]

1. **Krátkodobé úvěry sloužící k doplnění likvidity.** Patří mezi ně zejména diskontní úvěry.
  - a. Běžné diskontní úvěry určené především ke každodennímu doplnění likvidity, tedy zabezpečení plynulého mezibankovního styku.
  - b. Tzv. úvěry přes noc, které mají hlavní význam při doplnění prostředků na účtech u ČNB při deficitu vzniklém mezibankovními platbami na úroveň povinných minimálních rezerv.
  - c. Reeskontní úvěry, které ČNB poskytuje odkupem směnec, či některých dalších cenných papírů od bank

**Krátkodobé nouzové úvěry** sloužící k doplnění likvidity v případech, kdy banky již z různých důvodů nemohou čerpat běžné krátkodobé úvěry. [2]

- d. Lombardní úvěry jsou poskytovány proti zástavě cenných papírů. Ty to úvěry banky poptávají v případech, kdy nemohou získat levnější zdroje na mezibankovním trhu
  - e. Úvěry na povinné minimální rezervy jsou poskytovány v případech nedostatečné výše rezerv.
  - f. Krátkodobé hotovostní úvěry určené pro situace, kdy banky nemohou doplňovat oběživo ze svých rezerv u centrální banky.
2. Úvěry od centrální banky jako věřitele poslední instance. Tyto úvěry mají dvě základní podoby
  - a. Dlouhodobější bezhotovostní úvěry poskytované bankám se závažnějšími potížemi s likviditou nebo i solventností. Odmítnutí poskytnutí těchto úvěrů centrální bankou nejčastěji znamená ukončení činnosti banky a pro získání tohoto úvěru musí mít banka kvalitní konsolidační program.
  - b. Dlouhodobější hotovostní úvěry poptávané v případě vážných důsledků s likviditou a solventností, mající za následek hromadné výběry vkladů z bank.

Banky poptávají úvěry od ČNB v zásadě ze dvou důvodů – zisk a problémy s likviditou. Kvůli zisku banky využívají úvěry s nižšími, diskontními úrokovými sazbami, zatímco v případě potíží s likviditou musejí banky sáhnout po úvěrech s lombardní, nebo vyšší úrokovou sazbou.

ČNB takové **nakupuje a prodává cenné papíry**. V případě nákupu je záměrem centrální banky zvýšit nevypůjčené rezervy bank, nebo se může jednat o repo operace, při kterých po určité době dojde ke zpětnému prodeji. Při prodeji cenných papírů jde centrální bance o snížení rezerv bank buďto trvale, nebo dočasně za využití repo operace, kdy jsou prodané cenné papíry po uplynutí lhůty odkoupeny zpět. Pomocí transakcí s cennými papíry může ČNB ovlivňovat krátkodobou úrokovou míru. [2]

ČNB také pečuje o plynulost a efektivnost platebního styku. Provozuje systém mezibankovního platebního styku CERTIS, ve kterém vede účty bankovním institucím a zabezpečuje jejich platební styky. Mezinárodní platební styky jsou v současnosti zabezpečovány prostřednictvím mezinárodních elektronických sítí, nejznámější je celosvětová SWIFT. V rámci Evropské unie se využívá sys-

tému TARGET2, který vzájemně propojuje národní platební styky členských zemí s platebním systémem Evropské centrální banky. [2]

### **1.3.6 Banka státu**

Provádění operací pro stát je jedním z historicky prvních důvodů vzniku centrálních bank. V dnešní době je hlavním důvodem svěření státních prostředků ČNB zejména vyšší bezpečnost, oproti obchodním bankám, které mohou zbankrotovat. [2]

ČNB vede účty a provádí některé operace pro vládu, centrální orgány a další státní subjekty a spravuje státní dluh – poskytuje a splácí úvěry státu, platí úroky, emituje pokladniční poukázky a dluhopisy apod.

Vedení účtu pro stát také souvisí s pokladním plněním státního rozpočtu, přičemž ČNB provádí operace v souvislosti s běžným hospodařením státního rozpočtu v daném finančním roce. Je nutné zmínit, že i v případě vyrovnaného rozpočtu může krátkodobě dojít k převýšení výdajů na příjmy, jelikož některé výdaje mohou časově předcházet příjmům. Tyto krátkodobé schodky musí být pokryty prodejem státních cenných papírů. [2]

Správa státního dluhu je v České republice svěřena ministerstvu financí, avšak ČNB je pověřena emisí státních cenných papírů po technické a organizační stránce.

### **1.3.7 Další činnosti České centrální banky**

Ve své působnosti se Česká národní banka věnuje statistické činnosti. Získává a shromažďuje údaje a následně sestavuje a na svých internetových stránkách zveřejňuje např. měnové a finanční statistiky, platební bilance, dohledové statistiky, statistiku finančních účtů, všeobecné ekonomické statistiky a vládní finanční statistiky. Při této činnosti spolupracuje s Českým statistickým úřadem, Evropskou centrální bankou, Mezinárodním měnovým fondem, Světovou bankou a dalšími mezinárodními institucemi. ČNB také zveřejňuje i další informace týkající se její činnosti, zejména údaje o inflaci. [23]

Další činností ČNB je činnost výzkumná, jejíž cílem je rozšířit obzor znalostí potřebných pro její hlavní činnosti. Provádění výzkumu a jeho koordinace je zaštitěno odborem ekonomického výzkumu v měnové sekci a odborem finančního výzkumu v sekci finanční stability.

Členové bankovní rady ČNB se účastní jednání ve významných mezinárodních institucích, mezi které patří např. Mezinárodní měnový fond a Světová banka, čímž reprezentují Českou republiku v měnové a finanční oblasti. Se vstupem České republiky do Evropské unie se stal guvernér ČNB členem Generální rady Evropské centrální banky. [24]

## 2 Měnová politika

Měnová politika v dnešní době spočívá v zásadě pouze v regulaci krátkodobé úrokové míry, aby ve výsledku ovlivnila inflaci, HDP a zaměstnanost. Na inflaci, HDP a zaměstnanost samozřejmě nepůsobí pouze krátkodobá úroková míra, ale především tyto tři hlavní faktory působící přes objem peněžní zásoby nebo přes rychlost oběhu peněz. [1]

- Krátkodobá úroková míra působí přes objem peněžní zásoby i přes rychlost oběhu peněz. Růst krátkodobé úrokové míry působí na pokles inflace, HDP i zaměstnanosti.
- Regulace a dohled nad bankami působí přes objem peněžní zásoby. Nízká úroveň regulace a dohledu podporuje úvěrovou expanzi, čímž se zvýší kupní síla domácnosti, firem i veřejného sektoru, což působí na růst inflace, HDP a zaměstnanost.
- Objem a struktura příjmů a výdajů centrálních, státních a místních vlád mají přímočařejší vliv inflaci, HDP a zaměstnanost než změna úrokových měr. Tento faktor působí přes rychlost oběhu peněz – vyšší příjmy a výdaje vlády způsobí vyšší míru přerozdělování zdrojů od bohatších domácností a podniků k chudším domácnostem a podnikům, což zvýší koupěschopnost domácností, podniků a veřejného sektoru, a to působí na růst inflace, HDP a zaměstnanosti.

### 2.1 Režimy měnové politiky

Centrální banky si nevolí pouze mezi strategiemi, ale i několika rozhodujícími kritérii definice cílů své měnové politiky. O těchto strategiích hovoříme jako o měnově-politických režimech [3]

- a) Cílování peněžní zásoby – Centrální banka sleduje a ovlivňuje růst tempa zvoleného měnového agregátu (v ČR to byl před rokem 1998 agregát M2). Vychází se z předpokladu, že růst cenové hladiny je dlouhodobě ovlivňován nabídkou peněz.
- b) Cílování měnového kurzu – zajišťuje cenovou stabilitu skrze stabilního nominálního měnového kurzu vůči tzv. kotevní zahraniční měně.
- c) Režim s implicitní nominální kotvou – Podstatou je cílování dané hospodářské veličiny.
- d) Cílování inflace – V současnosti preferovaný režim ve státech s vyspělou ekonomikou. Více o tomto režimu v kapitole 4.

### 2.2 Podstata měnové politiky

Měnovou politiku provádí centrální banka regulací operačního cíle, což je nejčastěji krátkodobá úroková míra, za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a následně konečného cíle, kterým je obvykle cenová stabilita vyjádřená inflací. [1] Operační cíl je taktikou měnové politiky a centrální banka se ho snaží dosáhnout nástroji měnové politiky, které centrální banka využívá v každodenní realizaci měnové politiky, ačkoliv plánovací horizont operačního cíle může být delší než jeden měsíc. Zprostředkující a konečný cíl je strategií. Vliv operačního cíle na cíl koncový nazýváme transmisní mechanismus měnové politiky. Tato měnová politika se nazývá klasická měnová politika.[2]

Podle nastavení operačního cíle rozlišujeme:

- a) Expanzivní měnovou politiku
- b) Restriktivní měnovou politiku

Obdobně se i ekonomové dělí na dva tábory – tábor protiinflační a tábor prorůstový.

Expanzivní měnová politika spočívá ve snižování krátkodobé úrokové míry, čímž se snižují i ostatní úrokové míry. Díky nízkým úrokovým mírám začnou obchodní banky nabízet více nových úvěrů a jejich klienti aktivněji tyto úvěry přijímají. V důsledku toho začínají domácnosti a podniky více utrácet a zvyšuje se rychlost oběhu peněz. Tento typ měnové politiky stimuluje ekonomiku daného hospodářství a centrální banka jej uplatňuje v případě slabého hospodářství, kdy očekává nízkou inflaci a vysokou nezaměstnanost. [1]

Na druhé straně je restriktivní měnová politika, kdy centrální banka krátkodobou úrokovou míru navyšuje, čímž se zvýší i ostatní úrokové míry. Obchodní banky jsou pak méně ochotné poskytovat úvěry a klienti jsou opatrnější při přijímání nových úvěrů. Domácnosti a podniky více šetří a méně utrácí, což má za příčinu snížení rychlosti oběhu peněz. Tento typ měnové politiky utlumuje ekonomiku daného hospodářství a centrální banka jej využívá v případě, přehřátého hospodářství, kdy očekává vysokou inflaci a nízkou nezaměstnanost. [1]

Růst a pokles hospodářství je ovlivněn tzv. hospodářským cyklem, kdy se střídá období konjunktury a období recese mající vliv na inflaci, zaměstnanost a růst ekonomiky. V období konjunktury se zvyšuje hospodářská aktivita a roste HDP, v období recese se hospodářská aktivita naopak snižuje a HDP klesá. Hospodářský cyklus má vliv na peněžní toky, ziskovost podniků a je zásadní pro dividendovou politiku podniků. Má také vliv na inflaci, která má dále ovlivňuje reálnou úrokovou míru. Centrální banka se snaží o tzv. měkké přistání, kdy se snaží úrokové míry regulovat tak, aby docházelo k „vyhlazení“ hospodářského cyklu. Pokud hospodářství roste příliš rychle, centrální banka využije restriktivní měnové politiky a zvýší úrokové míry, aby regulovala inflaci. Naopak v případě poklesu hospodářství pomocí expanzivní měnové politiky sníží úrokové míry ke zvládnutí deflace. Centrální banky považují zpomalení růstu, stagnace, či dokonce poklesu HDP za větší hrozbu než inflaci, proto se častěji užívá expanzivní měnová politika. [1]

## 2.3 Nástroje měnové politiky

V předchozí podkapitole jsme si dělili měnovou politiku na expanzivní a restriktivní. Kromě tohoto dělení můžeme měnovou politiku dělit také na vnitřní a vnější. **Vnitřní měnovou politiku** tvoří soubor nástrojů centrální banky a působí především na inflaci skrze nezaměstnanost, HDP, výši úrokových sazeb a případně i platební bilance prostřednictvím regulace celkové peněžní zásoby. [3] Nástroje vnitřní měnové politiky můžeme dělit dle vícero kritérií, nejčastěji se však setkáme s dělením dle jejich dopadu na finanční sektor. Přímé, nebo také administrativní nástroje ovlivňují vybrané subjekty zvláště, zatímco nepřímé, nebo také tržní nástroje ovlivňují celý finanční trh.

Mezi **administrativní (přímé) nástroje** patří povinná likvidní struktura majetku obchodních bank k podpoře jejich stability, úvěrové normy (maximální výše úvěru od obchodních bank klientům a

od centrální banky bankám obchodním) a doporučení centrální banky subjektům finančního trhu dokreslující vzájemný vztah centrální banky s obchodními bankami. Tyto nástroje bývají využívány pouze mimořádně (např. při dlouhodobé recesi), jelikož jsou to opatření s velice rychlým a silným účinkem na ekonomiku.

Mezi **tržní (nepřímé) nástroje** řadíme operace na volném trhu, kdy centrální banka nakupuje nebo prodává cenné papíry obchodním bankám nebo poskytuje tzv. repo operace, při kterých centrální banka přijímá od obchodních bank peněžní prostředky a jako zástavu jim poskytne cenné papíry. Dále mezi tržní nástroje patří tzv. automatické nástroje, kdy si obchodní banky mohou prakticky okamžitě vypůjčit, nebo uložit peněžní hotovost u centrální banky. A v neposlední řadě mezi tržní nástroje patří povinné minimální rezervy obchodních bank u centrální banky.

**Vnější měnová politika** je někdy označována jako kurzová politika. Již z tohoto názvu vyplývá, že se jedná o nástroje centrální banky ovlivňující měnové kurzy, čímž ovlivňujeme tok exportu a importu, což dále působí i na odliv či příliv zahraničního kapitálu, který následně ovlivňuje celkový domácí produkt. Prakticky jediný nástroj vnější měnové politiky jsou **devizové intervence**, tedy nákup či prodej domácí nebo zahraniční měny za účelem znehodnotit (depreciace či devalvace) nebo zhodnotit (apreciace či revalvace) danou měnu.

## 2.4 Kvantitativní uvolňování

Za měnovou politiku se někdy označuje také kvantitativní uvolňování, též označováno jako tištění peněz. Jedná se o nákup domácích finančních aktiv centrální bankou od obchodních bank, ale i nebankovních subjektů, a to v takovém množství, aby došlo k významnému navýšení bilanční sumy centrální banky. [1]

V případě že centrální banka nakoupí aktiva od obchodní banky, připiše částku na rezervní účet té dané banky u centrální banky. Nové peníze tak nevzniknou. Pokud však centrální banka nakoupí aktiva od nebankovních subjektů, připiše prostředky na rezervní účet té obchodní banky, u které má nebankovní subjekt účet. Následně obchodní banka připiše tentýž obnos na účet nebankovnímu subjektu, čímž vzniknou nové peníze.

Operačním cílem kvantitativního uvolňování je [1]

- a) Snížit strmost vládní výnosové křivky, tedy snížit střednědobé a dlouhodobé úrokové míry v případě, že centrální banka nakupuje domácí dluhopisy centrální vlády, čímž centrální banka centrální vládě umožní další zadlužování při nízkých úrokových nákladech
- b) Snížit strmost podnikových výnosových křivek v případě, že centrální banka nakupuje domácí podnikové dluhopisy, čímž umožňuje další zadlužování podniků při nízkých úrokových nákladech

Centrální banka tak díky nízkým úrokovým nákladům umožňuje další zadlužování soukromého i veřejného sektoru. Kvantitativní uvolňování tak způsobuje růst inflace, zvýšení HDP a zvýšení zaměstnanosti. Cíl kvantitativního uvolňování je proto shodný s expanzivní měnovou politikou.

## 2.5 Cíle měnové politiky

Hlavním cílem měnové politiky je regulace míry znehodnocování peněz, tedy inflace a tím zajistit cenovou stabilitu a – pokud to není v rozporu s tímto hlavním cílem – zajistit stabilitu měnového kurzu, rovnováhu platební bilance, hospodářského růst a vysokou zaměstnanost. [1]

### 2.5.1 Operační cíl

Operačním cílem v měnové politice je v současnosti téměř výhradně jmenovitá (tzn. ne reálná) krátkodobá úroková míra. V minulosti byla operačním cílem i měnová báze, limity na objem úvěrů nebo limity na úrokové míry klientských vkladů a úvěrů. Nástrojem používaným k dosažení určené krátkodobé úrokové míry jsou operace na volném trhu. [1]

### 2.5.2 Zprostředkující cíl

V měnové politice je zprostředkující cíl, někdy také označovaný jako mezicíl či postupný cíl, nejčastěji určitý měnový agregát, měnový kurz, tržní dlouhodobá úroková míra, či objem úvěrů, ceny aktiv aj. Případně se může jednat i o jiné hospodářské veličiny, přičemž ale musí existovat stabilní a dobře odhadnutelná vazba mezi konečným cílem a touto veličinou. Podle aktuálního stavu zprostředkujícího cíle se stanoví operační cíl tak, aby celkový efekt vedl ke konečnému cíli. Důvod ke zvolení měnového agregátu jako zprostředkujícího cíle je skutečnost, že v podstatě každá tvorba peněz vytváří hrozbu budoucí inflace. Z empirických poznatků je nezpochybnitelné, že vývoj peněžní zásoby v dlouhodobém horizontu ovlivňuje růst cen. Je nutné proto zvolit vhodný agregát, tzn. agregát s ekonomicky doloženou stabilní vazbou na cenový vývoj. [1]

### 2.5.3 Konečný cíl

Jak již bylo zmíněno, v měnové politice je konečný cíl měnová stabilita (tedy nízká inflace) nebo také dlouhodobý hospodářský růst a vysoká zaměstnanost, přičemž se centrální banky v posledních letech zaměřují stále více na cenovou stabilitu. V mnoha případech byly dokonce určeny hodnoty inflace, kterých by se mělo v daném časovém horizontu dosáhnout. Cenová stabilita vytváří stabilní prostředí pro rozvoj podnikatelských aktivit a udržitelný hospodářský rozvoj. Zkušenosti z posledních několika desítek let ukazují, že konečným cílem měnové politiky má být především cenová stabilita a nikoliv růst HDP, jelikož růst HDP nemohou centrální banky ovlivnit dlouhodobě.[1]

## 2.6 Transmisní mechanismus měnové politiky

Transmisní mechanismus měnové politiky je označení pro řetězec hospodářských vazeb, skrze který probíhají změny v nastavení operačního cíle (tedy krátkodobé úrokové míry) vedoucí ke změně



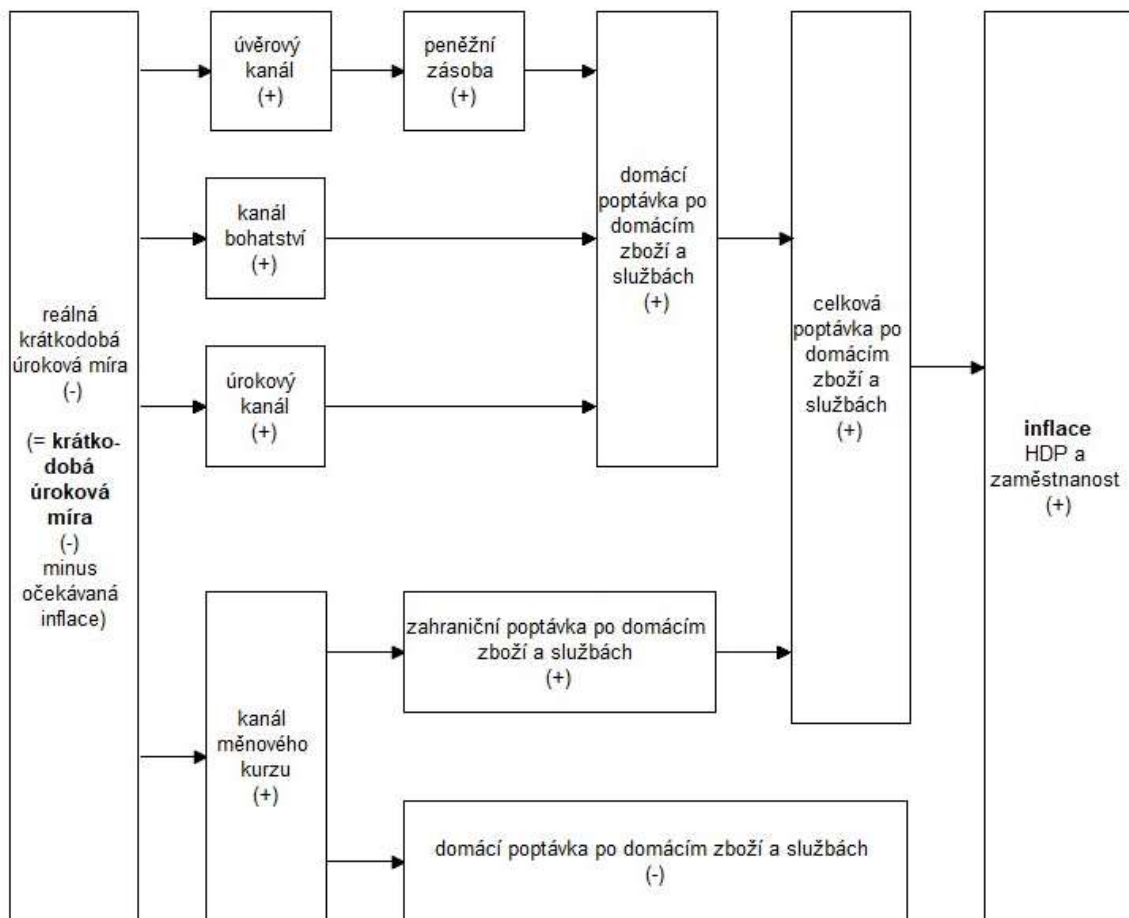
konečného cíle (tedy inflace, případně změnám v HDP a zaměstnanosti). Nejdříve tedy dochází ke změně operačního cíle, což vede ke změně „zprostředkujících“ trhů, na které má nastavení operačního cíle přímý vliv. Tyto trhy pak ovlivňují další nejrůznější „zprostředkující“ trhy, což postupně vede ke změnám na „cílových“ trzích, jejichž vývoj chce centrální banka ovlivnit. Transmisní mechanismus probíhá paralelně tzv. kanály měnové politiky. [1]

## 2.6.1 Kanály měnové politiky

Existují čtyři základní kanály měnové politiky. [1]

- Úvěrový kanál
- Kanál bohatství (kanál cen aktiv)
- Úrokový kanál
- Kanál měnového kurzu

Úvěrový kanál, kanál bohatství a úrokový kanál mají dopad na domácí poptávku po domácích službách a zboží, přičemž úvěrový kanál na ně působí nepřímo skrze peněžní zásobu, zatímco kanál bohatství a úrokový kanál působí na domácí poptávku po zboží a službách přímo. Poslední z nich, tj. kanál měnového kurzu působí na zahraniční poptávku po domácím zboží a službách a nebo působí naopak na domácí poptávku po zahraničním zboží a službách.



Obrázek 1: Schéma transmisního mechanismu měnové politiky. Zdroj: Jílek, 2013

Na obrázku výše je znázorněn vliv poklesu reálné krátkodobé úrokové míry na jednotlivé kanály transmisního mechanismu a na výslednou inflaci, HDP a zaměstnanost hospodářství.

## 2.6.2 Úvěrový kanál

Úvěrový kanál transmisního mechanismu je kanálem nabídky úvěrů od bank a poptávky po úvěrech ze strany domácností a podniků. Nízká krátkodobá úroková míra způsobuje zvýšený zájem o úvěry ze strany domácností a podniků a zároveň jsou banky ochotnější úvěry poskytovat. Nízké úrokové míry poskytovatelé úvěrů spojují s nižším rizikem, že dlužník selže ve splácení úvěru. [1]

**U domácností** se zvyšuje poptávka zejména po pozemcích, bytech, domech, automobilech a jiném majetku dlouhodobého charakteru. Nízké úrokové míry snižují dlouhodobé náklady a snižují motivaci ke spoření. Největší investiční položkou pro domácnosti představuje bydlení, proto se při nízkých úrokových mírách zvyšuje zájem o hypoteční úvěry, čímž se zvyšuje počet nově zahájených staveb, což má dopad na různé sektory hospodářství – zvýší se poptávka po stavebních materiálech a jiném zboží, ale i např. službách pro domácnosti.

Nejčastěji se zadlužují zejména mladí lidé a to především kvůli koupi domu či bytu. Následně úvěry splácejí a postupně se tak z dlužníků stávají držitelé finančních aktiv. Mohlo by se zdát, že dopady změn úrokových měr na úrokové platby těchto dvou skupin se přibližně vyrovnají (tedy že např. snížení úrokových měr sníží peněžní toky věřitelských i dlužnických domácností). Obvykle se však předpokládá, že dlužnické domácnosti jsou na změny peněžních toků citlivější, a to zřejmě kvůli nedostatku finančních aktiv k udržení svých výdajů při změně příjmu. Proto snížení úrokových měr vede k většímu zvýšení výdajů dlužnických domácnosti než těch věřitelských.

**V případě podniků** lze po snížení úrokových měr očekávat větší zájem o koupi investičních celků a zároveň díky tomu více investic generuje dostatečné výnosy pro jejich další chod, proto se realizuje více nových projektů. V praxi je však toto chování velmi obtížné detekovat, jelikož existuje velké množství jiných faktorů majících na investování vliv. Investice jsou významně ovlivněny hospodářským cyklem.

Podniky jsou často závislé na krátkodobých úvěrech, proto jsou citlivé na změny krátkodobých úrokových měr. Nízké úrokové míry mají pozitivní vliv na finanční situaci těchto podniků, proto se při nízké úrokové míře bude realizovat více investičních projektů a podporují aktivitu podniků. Ovšem v případě podniků bohatých na hotovost dojde při nízké úrokové míře ke zhoršení peněžních toků z důvodu snížení příjmů z uložených prostředků. Nižší peněžní tok takovému podniku neumožní více investovat a zvýšit zaměstnanost.

Centrální banka při nastavování úrokových měr musí brát v úvahu dopady na domácnosti a podniky jako celek.

### 2.6.3 Kanál bohatství

Kanál bohatství, někdy také nazýván kanál aktiv, se týká zvýšení či snížení bohatství podniků a domácností, což na domácí poptávku působí přímo, nikoliv přes peněžní zásobu. Snížení krátkodobé úrokové míry má za následek zvýšení cen:

- a) Dluhopisů a akcií
- b) Nemovitostí

Existuje nepřímá úměrnost mezi tržní hodnotou dluhových cenných papírů a úrokovými mírami, takže snížení úrokových měr vede ke zvýšení ceny těchto cenných papírů podle exaktních matematických vztahů. Nižší úroková míra za neměnných podmínek (především inflačních očekávání) vede také ke zvýšení hodnoty akcií, ačkoliv v tomto případě již ne podle exaktních matematických vztahů. Je to způsobeno tím, že budoucí očekávané peněžní toky se diskontují nižšími sazbami, proto jejich nynější hodnota roste. Zároveň při nízkých úrokových mírách bývají akcie atraktivnější, než dluhové cenné papíry – ceny akcií mají tendenci růst a podniky jich také emitují více. [1]

Nejvýznamnější složkou bohatství domácností jsou nemovitosti a nízké úrokové míry obecně způsobují nižší náklady na financování hypotečních úvěrů a zvyšují tak poptávku po nemovitostech, čímž cena nemovitostí roste. Následkem toho roste spotřeba domácností. Jedním faktorem může být, že při růstu cen vlastněných nemovitostí se domácnosti cítí být bohatší. Dalším faktorem je, že domácnosti používají nemovitosti jako zástavu u úvěrů – při vysoké tržní hodnotě nemovitosti si snáze pořídí úvěr.

Snížení krátkodobé úrokové míry zvyšuje ceny aktiv domácností a podniků, čímž se zvyšuje domácí poptávka po domácím zboží a službách. Inflace, HDP a zaměstnanost tak roste. Ceny aktiv jsou však ovlivněny příliš mnoha faktory, jako jsou např. spekulace a hospodářský cyklus, proto kanál bohatství sehraává v celém transmisním mechanismu poměrně malou roli.

### 2.6.4 Úrokový kanál

Úrokový kanál se týká preferencí domácností a podniků ohledně výdajů či spoření. Spořivost neovlivňuje velikost peněžní zásoby, ale pouze rychlost oběhu peněz. Utrácejí-li domácnosti a podniky více za zboží a služby při konstantní peněžní zásobě, má to za následek zvýšení rychlosti oběhu peněz. Zvyšuje-li se ve stejném poměru i objem vyrobené produkce, cenová hladina se nemění. Ovšem pokud objem vyrobené produkce roste pomaleji než rychlost oběhu peněz, potom roste i cenová hladina. [1]

Nízká úroková míra způsobuje vyšší preferenci domácností a podniků peníze utracet namísto spořit. Všechna hospodářství stojí z velké části na spotřebních výdajích a nižší spořivost znamená neodkládání spotřeby ze současnosti do budoucnosti. Domácí poptávka po domácím zboží a službách tak roste, což má pozitivní vliv na HDP, zaměstnanost a inflaci.

## 2.6.5 Kanál měnového kurzu

V režimu plovoucích kurzů působí změna krátkodobých úrokových měr centrální bankou na měnový kurz, především skrze toky kapitálu na finančním účtu platební bilance, jakožto reakce na změnu domácí úrokové míry oproti úrokovým mírám zahraničním. Snížení krátkodobé úrokové míry domácí měny způsobí okamžitý odliv spekulacních peněz do zahraničí, jelikož se domácí měna stává méně atraktivní. Vzniká tak tlak na depreciaci domácí měny. [1]

Oslabená domácí měna pak působí na inflaci, HDP a zaměstnanost dvěma způsoby:

- a) Ceny vyváženého domácího zboží a služeb klesají, což způsobuje vyšší vývoz
- b) Ceny dováženého zboží a služeb rostou, což způsobuje nižší dovoz

Díky vyšší zahraniční poptávce po domácím zboží a službách a nižší domácí poptávce po zahraničním zboží a službách roste inflace, HDP a zaměstnanost. Posílení domácí měny má naopak poměrně významný negativní dopad na spoustu domácích podniků. Každý podnik vyrábějící v České republice má mnoho pevných nákladů v korunách, ale potýká se s konkurencí ze zahraničí, jejíž náklady jsou pevné v zahraničních měnách, takže domácí podnik dosáhne oproti zahraniční konkurenci menšího zisku. Dovoz se stává levnějším a vývoz naopak dražším – posílení domácí měny tak snižuje poptávku po domácím zboží a službách doma i v zahraničí.

Snížením krátkodobé úrokové míry domácí měna okamžitě oslabí, což se projeví zvýšením zahraniční poptávky po domácím zboží a službách a naopak snížené domácí poptávce po zahraničním zboží a službách a dochází ke zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti.

## 2.7 Pravidla měnové politiky

Měnová politika ovlivňuje úrokové míry a veřejnost může z těchto změn ztratit peníze. Finanční trh se proto snaží odhadnout změny úrokových měr, resp. se snaží předpovědět chování osob určujících měnovou politiku.

### 2.7.1 Požadavky na pravidla měnové politiky a autopilot

Pravidla měnové politiky by měla být jednoduchá na pochopení, aby na trhu nedocházelo k nežádoucím překvapením. Pravidlo, které způsobuje nepředvídatelné změny, nelze přijmout. Základním požadavkem na pravidla měnové politiky proto je, aby rozhodnutí o úrokových mírách nebyla při stejných dostupných informacích o stavu hospodářství různá. Pokud by se některé pravidlo osvědčilo, mohly by potom centrální banky přejít na autopilota. Na tento režim však ještě žádná z centrálních bank nepřešla. [1]

## 2.7.2 Friedmanovo pravidlo

Podle Friedmanova pravidla z počátku druhé poloviny 20. století má centrální banka zajistit konstantní růst peněz a držet ho bez ohledu na stav hospodářství. Protiargumentem bylo, že by centrální banka selhala ve stabilizaci hospodářského cyklu. Friedman oponoval, že historicky to byl Fed (Federální rezervní systém – centrální bankovní systém USA), který byl primární příčinou cyklických fluktuací a že stabilizace by se dosáhlo, pokud by růst byl konstantní. [1]

Friedmanovo pravidlo má několik dobrých vlastností – veřejnost jej dobře chápe a inflace se nemůže výrazně zvýšit ani snížit. Pravidlo však není obecně přijímané, zejména z důvodu, že pojem „peníze“ je potřeba přesně definovat. Inflace je kromě peněžní zásoby ovlivněna zejména rychlostí oběhu peněz.

## 2.7.3 Taylorovo pravidlo

Toto pravidlo navrhl John Taylor v roce 1993. Podle toho pravidla by měla být cílová míra federálních prostředků  $r$  stanoveny dle vztahu: [1]

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

Kde:  $\pi$  = průměrná očekávaná inflace během následujících tří čtvrtletí v %

$r$  = rovnovážná reálná úroková míra v %

$\pi^*$  = cílová inflace v %

$y$  = produkční mezera v % =  $100 \times (\text{reálné HDP} - \text{potenciální HDP}) / \text{potenciální HDP}$

Podle Taylorova pravidla by měla být celková míra federálních prostředků při:

- a) Vyšším  $\pi$
- b) Vyšším  $r$
- c) Vyšším  $y$
- d) Nižším  $\pi^*$

## 3 Inlace jako ekonomický jev

Inlace je růst cen nebo také zmenšování kupní síly peněz, tzn. snižuje množství zboží nebo služeb, které si lze koupit za peněžní jednotku. Ale nezmenšuje množství zboží a služeb, které si můžeme koupit za náš důchod. Inlace totiž zvyšuje všechny ceny, tzn. také mzdy, nájemné, úroky a další výrobní faktory. Ekonomické veličiny nejsou reálně inflací měněny, pouze se mění kupní síla peněžní jednotky. Opakem inflace je deflace, se kterou se dnes setkáváme jen velmi vzácně.

### 3.1 Definice inflace

Inlace je procentní vyjádření zvýšení cen v hospodářství v daném měsíci oproti stejnému měsíci předchozího roku. Jedná se tedy o roční oslabení kupní síly dané měny vůči zboží a službám. ČSÚ pro tuto veličinu používá pojem „míra inflace“. [4]

Inflaci můžeme definovat jako: „Dlouhodobější nepřetržitý růst cenové hladiny, který je spojen s nadměrnou emisí peněz a vede k poklesu kupní síly peněz.“ [2]

A jelikož se v této kapitole budeme krátce věnovat i deflaci, můžeme si ji definovat jako: „Dlouhodobější nepřetržitý pokles cenové hladiny, který je spojen s nedostatečnou emisí peněz a vede k růstu kupní síly peněz.“ [2]

Je nutné zmínit, že ne každý růst cenové hladiny můžeme označit jako inflaci. Růst musí být dlouhodobější a nepřetržitý. Jako dlouhodobější můžeme označit časový horizont o minimální délce dvou po sobě jdoucích čtvrtletích. Pokud tedy cenová hladina roste nárazově, např. z důvodu změn v daňové soustavě, nelze hovořit o inflaci, ale o pouhém růstu cenové hladiny. [2]

Při růstu cenové hladiny mohou ceny některého zboží nebo služeb stagnovat či dokonce klesat. Proto je nutné inflaci spojovat s růstem agregátní cenové hladiny. [2]

Jelikož ceny nemohou dlouhodoběji a nepřetržitě růst, pokud neroste i nabídka peněz, musí v každé tržní ekonomice nutně platit [2]

$$M \cdot V = P \cdot Q$$

Kde: M ... množství peněz v ekonomice (vyjádřené jedním z měnových agregátů)

V ... Průměrná důchodová rychlost oběhu daného měnového agregátu

P ... agregátní cenová hladina

Q ... reálný důchod (resp. reálný agregátní výstup)

V praxi je součin P a Q nahrazován nominálním hrubým domácím produktem, ačkoliv by měl být teoreticky vyšší o peněžní transakce, které nelze statisticky sledovat (mj. tzv. šedá a černá ekonomika) a transakce skrze naturální směny. Rovnici lze transformovat do podoby:

$$\%M + \%V = \%P + \%Q$$

Kde symbol % značí změnu v procentech. [2]

Z rovnice je poté patrné, že růst cenové hladiny ( $\%P > 0$ ) musí být zákonitě doprovázen jednou ze tří variant:

- a) Dlouhodobějším a nepřetržitým poklesem reálného důchodu ( $\%Q < 0$ ) – politicky nepřijatelná možnost, která se ale ve skutečnosti vyskytuje
- b) Dlouhodobějším a nepřetržitým růstem rychlosti oběhu příslušného měnového agregátu ( $\%V > 0$ ) – tato možnost má technické a jiné bariéry
- c) Dlouhodobějším a nepřetržitým zvyšováním nabídky peněz ( $\%M > 0$ ) – nejpravděpodobnější možnost – jedná se o inflaci

Při dlouhodobějším a nepřetržitým růstu množství peněz v oběhu se nemusí nutně jednat o inflaci, pokud nejde o růst nadměrný. Změnu množství peněz lze na pravé straně rovnice kromě růstu cenové hladiny vyrovnat i růstem reálného důchodu. Přikloníme-li se k názoru, že průměrná rychlost oběhu peněz je dlouhodobě v zásadě stabilní, můžeme jako potenciálně inflační růst množství peněz v oběhu označit v případě, kdy platí:  $\%M > \%Q$ , ovšem stále musíme myslet na to, že část peněžních transakcí není statisticky podchycena, nebo probíhá přes naturální (nepeněžní) směnu. [2]

V neposlední řadě je dobré zmínit, že centrální banka nelze být vždy označena jako viník inflace, jelikož i monetární politika má svá omezení. Obecná definice inflace bývá často doplňována o hlavní příčiny jejího vzniku – v takovém případě je lepší hovořit o typech inflace. Těm se budu věnovat v jedné z dalších podkapitol. [2]

## 3.2 Příčiny vzniku inflace

Existuje mnoho příčin vzniku inflace. Opomeneme-li inflaci setrvačnou (očekávanou), které tržní subjekty přizpůsobují své jednání, protože s ní v zásadě počítají, můžeme je dělit podle dvou hlavních kategorií, které inflaci způsobují:

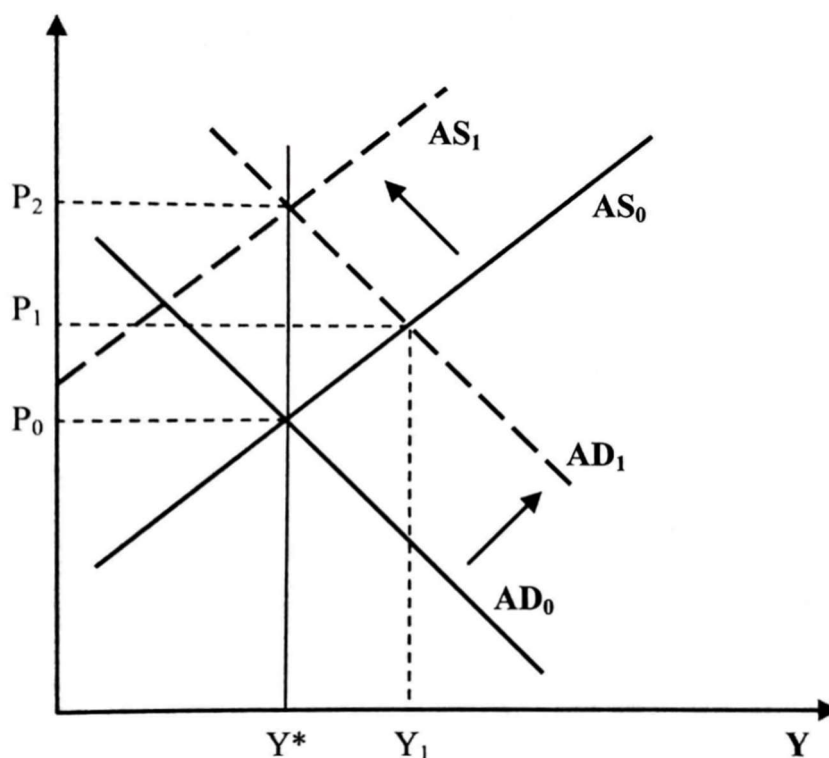
- a) Inflace tažená poptávkou
- b) Inflace tažená nabídkou

### 3.2.1 Inflace tažená poptávkou (poptávkový šok)

Do této kategorie řadíme celou řadu různých faktorů, které způsobují růst agregátní poptávky (AD), který pak zvyšuje růst agregátní cenové hladiny. S poptávkovou inflací dochází v ekonomice k růstu AD bez přiměřené reakce agregátní nabídky (AS), proto tato poptávka zůstává neuspokojena. [3]

Příčiny vzniku poptávkové inflace:

- a) Přílišná fiskální expanze – jedná se o neúměrný růst rozpočtových výdajů nebo snižování daňové zátěže, což způsobuje inflaci
- b) Přílišná monetární expanze – není-li růst peněžní zásoby podpořený reálným produktem, vzniká inflace
- c) Neúměrný růst investic – pokud růst investic není podpořen úměrným zvýšením agregátní nabídky, může neúměrný růst investic způsobit růst inflace
- d) Mzdová politika firem – pokud rostou mzdy rychleji než produktivita práce, vznikají díky tomu inflační tlaky
- e) Neřešený státní deficit – namísto splácení dluhů se finanční prostředky přesouvají do spotřeby
- f) Importovaná inflace – týká se zahraničního obchodu, měnových kurzů a inflací jiných států nebo hospodářských uskupení



Obrázek 2: Poptávkový šok. Zdroj: Hřebík, 2008

Pokud vzroste agregátní poptávka ( $AD_0 \rightarrow AD_1$ ), mohou si výrobci dovolit prodávat za ceny vyšší než  $P_0$  a zároveň zvýší produkci ( $Y^* \rightarrow Y_1$ ). Vyšší cenová hladina se projeví u zaměstnanců, kteří budou požadovat vyšší platy. Výrobci nakonec zaměstnancům musí vyhovět, což povede k vyšším nákladům na výrobu. To se promítne na omezení agregátní nabídky, takže produkce zůstane neměnná, ale cenová hladina zůstane vyšší ( $P_2$ ). [3]

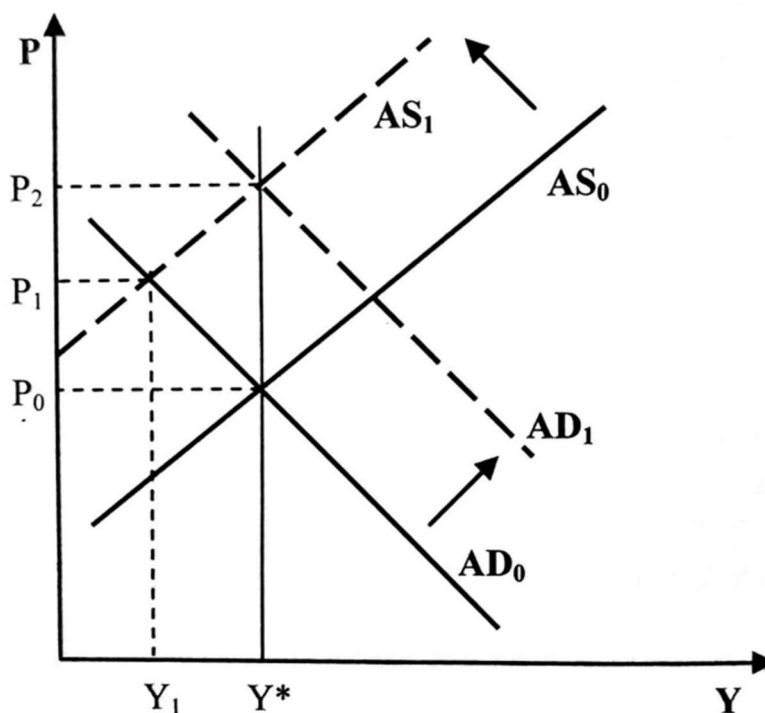


### 3.2.2 Inflace tažená nabídkou (nabídkový šok)

Příčiny nabídkové inflace spočívají v nákladech firem, které omezují objem produkce a zvyšují tak cenovou hladinu. [3]

Příčiny vzniku nabídkové inflace:

- a) Náhlé omezení dostupnosti surovin, polotovarů či jiných segmentů výroby
  - a. Z politických vlivů (ropné krize, válečné stavy)
  - b. Z klimatologických vlivů (povodně, sucha,)
  - c. Jiné příčiny (např. efektivnější zahraniční konkurence)
- b) Růst mezd – jsou složkou firemních nákladů
- c) Kartely a jiné tendence k monopolizaci – monopol určuje zpravidla vyšší ceny



Obrázek 3: Nabídkový šok. Zdroj: Hřebík, 2008

Řekněme, že v našem hospodářství rostou ceny vstupů. Výrobcům se tak zvýší náklady, proto jsou nuceni omezit nabídku ( $Y^* \rightarrow Y_1$ ) a zároveň vzroste cenová hladina ( $P_0 \rightarrow P_1$ ). Vláda, nebo jiná státní instituce podílející se na hospodářské politice, se pokusí povzbudit agregátní poptávku (snížením daní, zlevněním úvěrů, apod.), při snaze povzbudit růst produktu. Pokud uspěje, produkt se vrátí na původní úroveň, ovšem za vyšší cenové hladiny. [3]

### 3.3 Druhy inflace

Inflaci můžeme dělit podle několika kritérií. V této kapitole se budu věnovat dělení inflace podle:

- a) hlavního faktoru
  - a. vnitřní (domácí, endogenní)
  - b. vnější (externí)
- b) očekávání
  - a. očekávaná inflace
  - b. neočekávaná inflace
- c) projevu
  - a. otevřená inflace
  - b. skrytá inflace
  - c. potlačená inflace
- d) tempa růstu
  - a. mírná inflace
  - b. pádivá inflace
  - c. hyperinflace

Inflace se také dělí podle prvotní příčiny na inflaci taženou poptávkou a inflaci taženou nabídkou. Toto rozdělení jsem popsal v předchozí podkapitole.

#### 3.3.1 Dělení podle hlavního faktoru

Jedná se alternativní členění druhů inflace. Vychází z pohledu, jaký faktor je „hlavním tahounem“ cenového růstu. Zpravidla se jedná o dva faktory.

**Vnější** (externí) faktory zahrnují zejména růst nebo pokles cen světových komodit (surovinových i potravinových), který se odráží v domácích výrobních nákladech, čímž se úměrně mění i domácí spotřebitelské ceny. Velikost této změny závisí na cenové elasticitě poptávky, kterou určuje zejména dostupnost substitutů. [4]

**Vnitřní** (domácí, endogenní) faktory jsou spojeny především s nesouladem mezi nabídkou a poptávkou na domácím trhu. To může být způsobeno např. neúrodou, změnou daňového systému, či změnou počtu subjektů působících na trhu. I v tomto případě má elasticita poptávky vliv. [4]

V moderní ekonomice se počáteční impulsy vedoucí k inflačnímu pohybu nerozpoznávají příliš snadno, proto je toto členění spíše teoretické.

#### 3.3.2 Dělení podle očekávání

Inflaci lze dělit podle očekávání ekonomických subjektu a to na očekávanou a neočekávanou.

**Očekávanou inflaci** ekonomické subjekty předvídají a tento růst cenové hladiny zahrnují do svých rozhodnutí. Lze s ní počítat např. při investičním rozhodování. Očekávaná inflace na skutečnou inflaci působí skrze nominální úrokové míry a poptávkou po penězích. [2]

**Neočekávaná inflace** je růst cenové hladiny ekonomickými subjekty nepředvídaný. Její negativní dopad spočívá především v přerozdělování bohatství v rámci redistribučního efektu (o něm více v jedné z dalších podkapitol). [2]

### 3.3.3 Dělení podle projevu inflace

Inflace podle projevu se dělí na otevřenou, skrytou (někdy také latentní) a potlačenou inflaci. [16]

**Otevřená inflace** je nejběžnější typ inflace. Dá se měřit a platí, že čím jsou ceny elastičtější, tím větší část celkové inflace představuje otevřená inflace.

**Skrytou inflaci** nelze statisticky zachytit. Dochází k ní při změně spotřebního koše nebo změně kvality zboží. Může být také zaviněna stínovou ekonomikou či černým trhem.

**Potlačená inflace** je způsobena především nerovnováhou mezi nabídkou a poptávkou. Jedná se tedy o typ inflace nerealizované kupní síly, kdy na trhu není dostatek zboží.

### 3.3.4 Dělení podle tempa růstu

Podle velikosti míry inflace rozeznáváme tři základní druhy inflace [3]

- a) **Mírná inflace** – hodnoty míry inflace jsou v tomto případě v řádech jednotek procent. Ceny jsou stabilní, lidé mají důvěru v měnu a peníze mají uloženy v bankách
- b) **Pádivá inflace** – úroveň míry inflace je v řádu desítek nebo i stovek procent. Ceny rychle rostou, lidé ztrácejí důvěru v domácí měnu a preferují měny zahraniční. Peníze také často ukládají např. do nemovitostí či uměleckých děl.
- c) **Hyperinflace** – úroveň míry inflace se udává v tisících procentních bodů. Lidé preferují držení svého bohatství v nepeněžních aktivech nebo stabilní cizí měně. Situace je téměř bezvýchodná a bez vnější pomoci hrozí zhroucení celé ekonomiky.

## 3.4 Měření inflace

Měnová politika zaměřená na cenovou stabilitu může fungovat pouze za předpokladu, že jsme schopni poměrně přesně měřit vývoj cenové hladiny – tedy míry inflace. V této podkapitole si shrneme několik způsobů, jak lze míru inflace měřit.

### 3.4.1 Deflátor HDP

Jedním z přístupů je měření deflátorem hrubého domácího produktu. Jeho základní výhodou je komplexnost, avšak mezi jeho nevýhody patří zejména poměrně dlouhá časová zpoždění spojená se získáváním a zpracováváním potřebných dat a zejména jeho neoperativnost – lze spočítat pouze čtvrtletní či roční míru inflace. [2]

Deflátor hrubého domácího produktu ( $HDP_{def}$ ) za dané období ( $t$ ):

$$HDP_{def} = \frac{\textit{nominální HDP}_{(t)}}{\textit{reálný HDP}_{(t)}} = \frac{\textit{HDP}_{(t)} \textit{ v běžných cenách období } t}{\textit{HDP}_{(t)} \textit{ ve stálých cenách zvoleného základního období}}$$

Míra inflace v % v období ( $t$ ) počítaná pomocí deflátoru HDP ( $INF_{def}$ ):

$$INF_{def} = \frac{HDP_{def(t)} - HDP_{def(t-1)}}{HDP_{def(t-1)}} \cdot 100 = \left( \frac{HDP_{def(t)}}{HDP_{def(t-1)}} - 1 \right) \cdot 100$$

Při výpočtu čtvrtletní míry inflace použijeme deflátoři dvou po sobě jdoucích čtvrtletích. Při roční míře srovnáme deflátoři současného a minulého roku.

### 3.4.2 Index spotřebitelských cen

Index spotřebitelských cen představuje zvýšení cen pouze určitého spotřebního koše. Oproti deflátoru HDP se jedná o značně operativnější výpočet pomocí cenových indexů – consumer price index (CPI). K výpočtu indexu spotřebitelských cen se používá Laspeyresův index [1]

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

Kde:  $p_n$  ... cena zboží (či služeb) ve sledovaném období  
 $p_0$  ... cena zboží (či služeb) v základním období  
 $q_0$  ... stálá váha zboží (či služeb) v indexu

Váhy  $q_0$  zůstávají stejné po několik let, aby se struktura výdajů domácností z roku na rok příliš nelišila. Laspeyresův index měří tzv. čisté cenové změny, tedy změny neovlivněné strukturou koše.

V tabulce níže jsou uvedeny kategorie výrobků a služeb, jejich váhy a počet položek v každé kategorii spotřebního koše pro rok 2021. Ceny zboží a služeb jsou zjišťovány měsíčně přímo ve vybraných prodejnách a provozovnách vždy ve druhé dekádě daného měsíce.

ECOICOP	NAZEV	Počet položek	VÁHA v %
E00	ÚHRN		1000,00
E01	POTRAVINY A NEALKOHOLICKÉ NÁPOJE	70	177,17
E02	ALKOHOLICKÉ NÁPOJE, TABÁK	13	86,97
E03	ODÍVÁNÍ A OBUV	88	41,63
E04	BYDLENÍ, VODA, ENERGIE, PALIVA	77	251,35
E05	BYTOVÉ VYBAVENÍ, ZAŘÍZENÍ DOMÁCNOSTI; OPRAVY	107	56,58
E06	ZDRAVÍ	42	24,53
E07	DOPRAVA	124	115,14
E08	POŠTY A TELEKOMUNIKACE	20	28,75
E09	REKREACE A KULTURA	159	85,32
E10	VZDĚLÁVÁNÍ	28	5,63
E11	STRAVOVÁNÍ A UBYTOVÁNÍ	53	63,53
E12	OSTATNÍ ZBOŽÍ A SLUŽBY	70	63,38

Tabulka 3: Spotřební koš pro rok 2021. Zdroj: czso.cz

### 3.4.3 Index cen výrobců

Indexy cen výrobců (producer price index – PPI) bývají specifikovány pro každé odvětví a obor. Jedná se o index cen průmyslových a zemědělských výrobců, nebo např. stavebních prací aj.

Koš obdobně jako u indexu spotřebitelských cen obsahují příslušné zboží a služby. Tento index patří v ČR mezi důležité indikátory vývoje cenové hladiny, jelikož reprezentativně měří relativní změny cen, kterými oceňují výrobci svou vyrobenou produkci. [1]

### 3.4.4 Inflační jádro

Výše uvedené metody mají jednu společnou vadu – nerozlišují inflační a neinflační růst cen. Index spotřebitelských cen a jiné ukazatele míry inflace lze od těchto neinflačních vlivů očistit. Mezi takovými neinflačními vlivy můžeme uvést [2]

- Růst nebo pokles kvality a služeb (kvalitativní zkreslení)
- Zastarávání spotřebního koše, změny ve spotřebním koši (inovační zkreslení)
- Změny relativních cen a z nich plynoucí změna spotřeby (substituční zkreslení)
- Zjišťování ceny u daných prodejců, ceny se mohou jinde lišit (distribuční zkreslení)
- Další neinflační vlivy, např.:
  - o Sezónní výkyvy cen
  - o Změna sazeb nepřímých daní
  - o Deregulace cen
  - o Zvýšení hladiny státem regulovaných cen

Od těchto neinflačních vlivů lze index očistit tak, že „problematickým položkám“ ve spotřebním koši přiřadíme nulový růst, nebo je z indexu zcela vyřadíme. Z důvodu těchto úprav dochází k vydávání několika indexů – „běžného“ a „upravených“. Upravené indexy můžeme považovat za skutečnou míru inflace, neboli inflační jádro. [2]

Ani takovéto úpravy indexů nelze získat zcela přesné údaje o míře inflace, protože nedokážeme odstranit všechny neinflační faktory – to se týká zejména růstu kvality zboží a služeb finální spotřeby. Můžeme se proto setkat s těmito termíny [2]

- a) Klasická inflace – inflační jádro očištěné o růst týkající se vyšší kvality produkce
- b) Trendová inflace – index spotřebitelských cen očištěný o sezónní výkyvy cen potravin, splátky hypotečních úvěrů a jiné volatilní ceny
- c) Statistická inflace – co nejúplnější index spotřebitelských cen bez očišťování.

### 3.5 Dopady a vlivy inflace

Inflace je spojována s celou řadou negativních projevů a následků. V této kapitole si připomeňme tyto dva termíny:

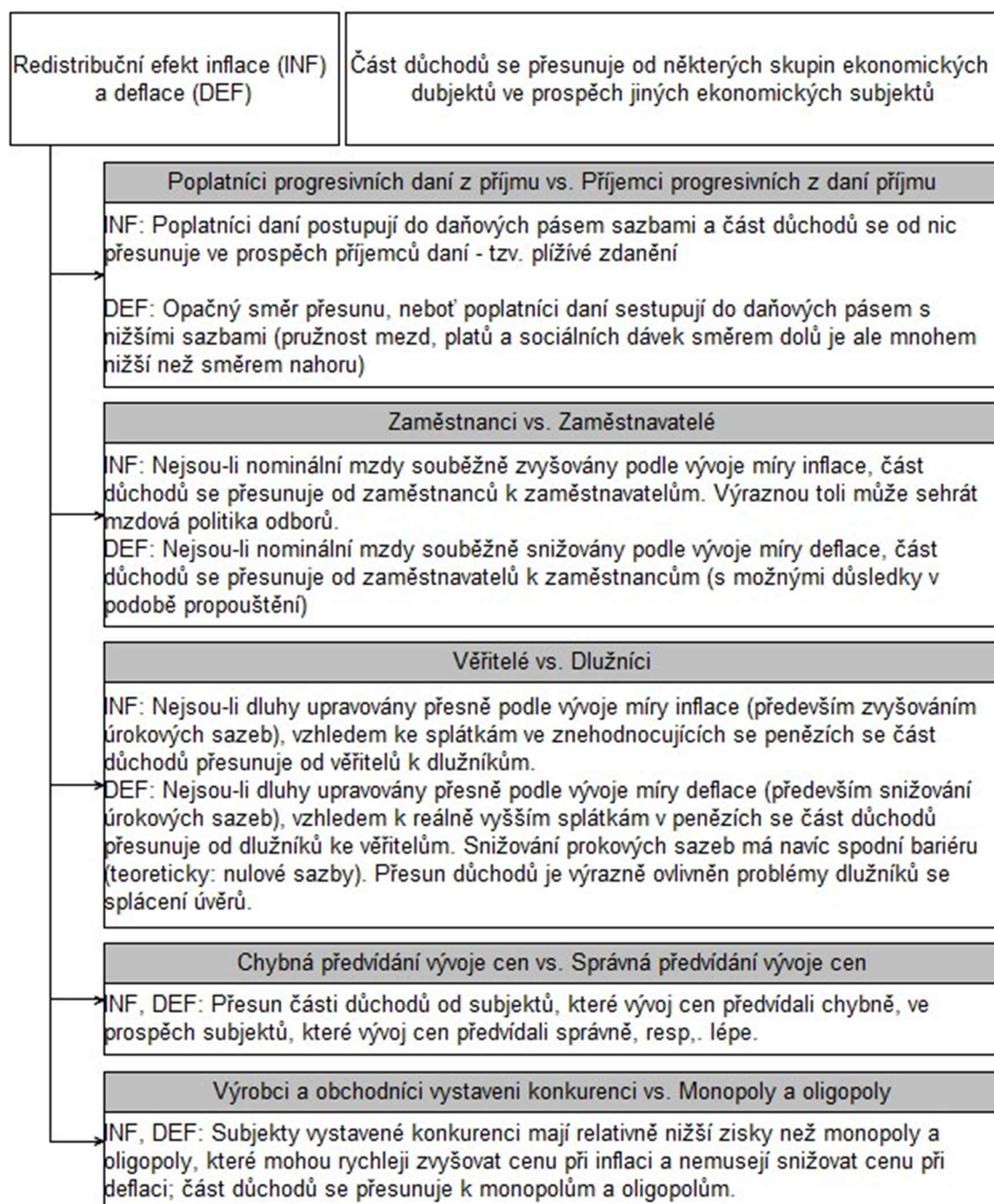
- očekává inflace – předpokládaný růst cenové hladiny, kterému se subjekty snaží předem přizpůsobit
- neočekávaná inflace – růst cenové hladiny, který nebyl očekáván a proto se mu subjekty nedokáží předem přizpůsobit

Důležité je, jak přesně dokáže příslušná autorita (vláda, centrální banka, statistický úřad, apod.) odhadnout budoucí vývoj míry inflace na následující období, který pak předem oznámí veřejnosti. Odhady mohou mít více hodnot a pokud se příslušné autoritě podaří přesně předpovědět tento údaj, bude mít neočekávaná inflace nižší hodnotu. Pokud je skutečná hodnota nižší než odhady, může mít neočekávaná inflace zápornou hodnotu [2]

### 3.5.1 Redistribuční efekt inflace

Redistribuční efekt je skupina projevů a důsledků obou těchto variant inflace a jeho existence je hlavní argument zdůvodňující negativní efekty inflace. Jedná se o přesun části důchodů jedné skupiny ekonomických subjektů a jiné skupině. Neznamena to nutně, že se část důchodů přesouvá od většiny k menšině, nebo že by na inflaci chudli především chudí a bohatli bohatí. Tato redistribuce je nespravedlivá, ale dá se pochybovat, zda z hlediska celé ekonomiky mění její celkové bohatství. Ztráty na jedné straně je totiž výnosem na straně druhé. [2]

Redistribuční efekt je spojen rovněž s deflací, proto jsou v následující schématu uvedeny i následky redistribučního efektu deflace.



Obrázek 4: Redistribuční efekt inflace a deflace. Zdroj: Revenda, 2011

### 3.5.2 Negativní projevy inflace

Dalším důležitým faktorem souvisejícím s redistribučním efektem je volatilita inflace. Čím je volatilita vyšší, tím obtížnější je předpovídat další cenový vývoj. Vysoká míra inflace s nízkou volatilitou bude mít nejspíš méně negativní dopady na ekonomiku, než nízká míra inflace s vysokou volatilitou. Ve skutečnosti však platí, že nižší míra inflace s sebou nese i nižší volatilitu.

Inflace má nepříznivé dopady na ekonomiku z těchto důvodů [2]

- Subjekty upřednostňují spotřebu před držbou finančních prostředků. Množství úspor se tak může dostat pod optimální úroveň
- Při progresivním zdanění mezd mají zaměstnanci větší sklony k propouštění
- Signální funkce cen je omezená. Může tedy nastat deformace finančního rozhodování a účinné přidělování zdrojů.
- Kalkulace budoucí výnosnosti investic jsou méně přesné, čímž se zvyšují náklady na zajišťování se do budoucnosti. Banky jsou opatrnější při poskytování úvěrů, dochází ke zkracování lhůt splatnosti a jsou zvyšovány úrokové „prémie za riziko“
- Funkce peněz jakožto prostředku směny je narušena a dochází k deformacím tržních procesů

Inflace je ekonomicky, sociálně a často i politicky nepříznivým jevem. Je však otázka, zda-li je inflace nepříznivá vždy a za všech okolností a jestli by měla být cílová inflace nulová. Inflace může být spojena i s pozitivními projevy a důsledky, které mohou ve výsledku převýšit negativa. Pro toto tvrzení můžeme z dlouhodobého hlediska argumentovat zejména těmito dvěma důvody [2]

- a) Mírnou inflaci do 2% lze považovat za cenovou stabilitu, především kvůli nedokonalosti cenových indexů, jež mají tendence inflaci nadhodnocovat, protože nezachycují změny cen zapříčiněné změnou kvality produktů.
- b) Nízká míra inflace s sebou nese i nízkou volatilitu a subjekty se tak mohou lépe přizpůsobit. Klesá tak význam redistribučního efektu.

Argumentem pro prospěšnost mírné míry inflace je také to, že zvyšuje efektivitu proticyklické měnové politiky.

Pokud neuznáme prospěšnost mírné inflace, zákonitě musíme dojít k závěru, že jediná vhodná alternativa je inflace nulová. Nicméně i zde se objevují problémy [2]

- Pokud dochází k poklesu tempa reálného ekonomického růstu a růstu nezaměstnanosti při nulové inflaci, nebylo by možné tento proces zvrátit dalším snižováním úrokových sazeb centrální bankou. Centrální banka by se tak ocitla v „pasti likvidity“.
- Ceny mohou růst i z neinflačních důvodů (např. rostoucí kvalita služeb). Centrální banka by ve snaze udržet inflaci na nule vykonávala restriktivní měnovou politiku při jakémkoliv růstu cen, což by mělo negativní vliv na ekonomický růst a zaměstnanost.

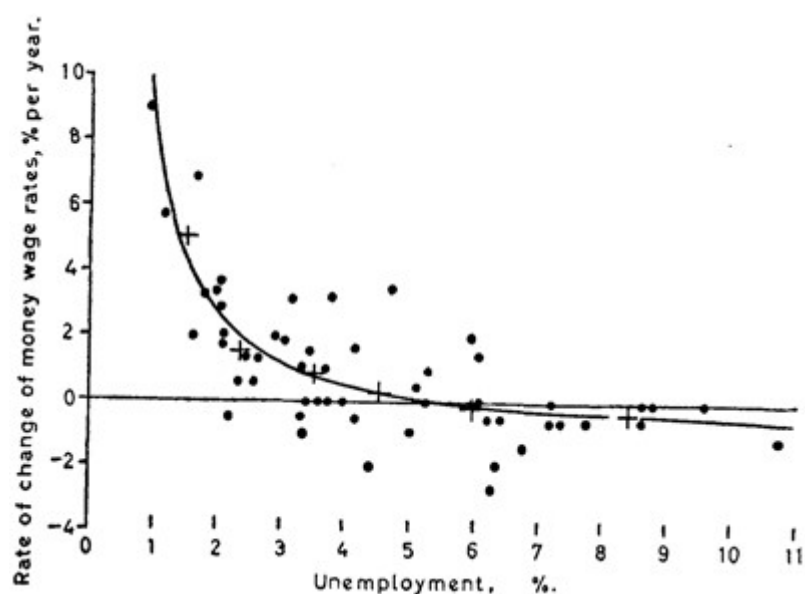


## 3.6 Vztah inflace s některými makroekonomickými veličinami

V předchozích kapitolách jsme si ukázali v modelu AD-AS vztah mezi cenovou hladinou reálným domácím produktem. Tento model je však statický a nezachycuje inflaci jako takovou. Mluvili jsme také o některých příčinách vzniku inflace a nyní se budeme věnovat vztahům některých makroekonomických veličin s inflací.

### 3.6.1 Phillipsova křivka

Původní Phillipsovu křivku publikoval v roce 1958 ekonom A. W. Phillips, který při psaní svého článku „Vztah mezi nezaměstnaností a mírou změny nominálních mzdových sazeb ve Spojeném království v letech 1861 až 1957“ zjistil, že existuje vztah mezi mírou nezaměstnanosti a změnou nominálních mezd, neboli mzdové inflace. [8]



Obrázek 5: Původní Phillipsova křivka. Zdroj: [researchgate.net](https://www.researchgate.net)

Na obrázku výše je znázorněna původní Phillipsova křivka popisující vztah mezi nezaměstnaností a tempem změny nominálních mezd ve Spojeném království mezi roky 1861 a 1913. Phillips tak vyvrátil myšlenku úplné zaměstnanosti a poukázal na existenci volby mezi nízkou inflací a nízkou nezaměstnaností.

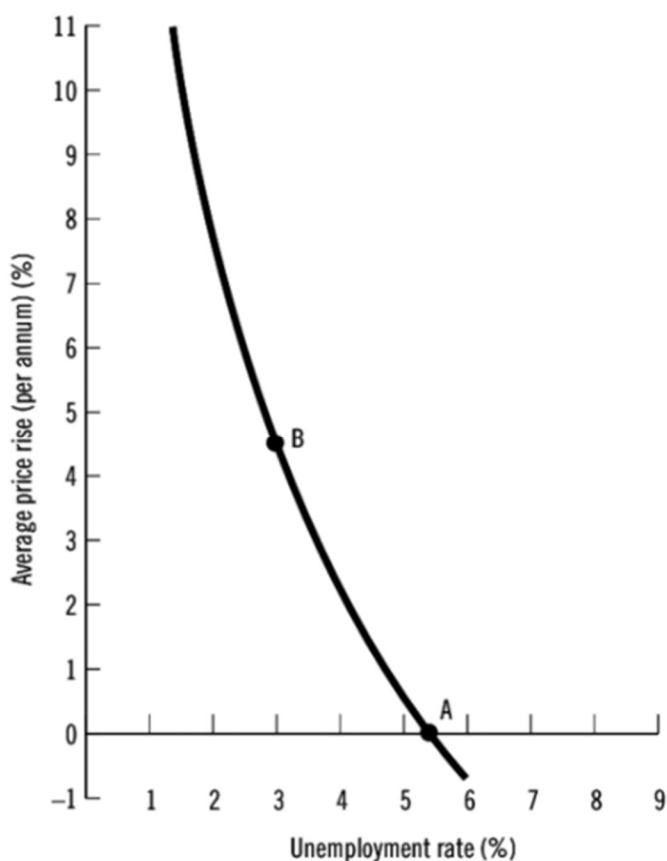
Nepřímý vztah mezi mzdovou inflací a nezaměstnaností lze odůvodnit tak, že při nízké nezaměstnanosti se zostřeje konkurence mezi zaměstnavateli. Zaměstnavatelé proto nabízejí vyšší mzdy, aby získali nové nebo alespoň udrželi stávající zaměstnance. [6]

V 60. letech Američané Paul A. Samuelson a Robert M. Solow navázali na Phillipsovu křivku a upravili ji do podoby, která ukazuje vztah mezi mírou nezaměstnanosti a tentokrát cenovou inflací.<sup>[8]</sup> Úprava spočívala v tom, že dali do vztahu růst cen, nominálních mezd a produktivity práce a přibližně tedy platí [6]

$$p = w - n$$

Kde: p ... růst cen  
w ... růst nominálních mezd  
n ... růst produktivity práce

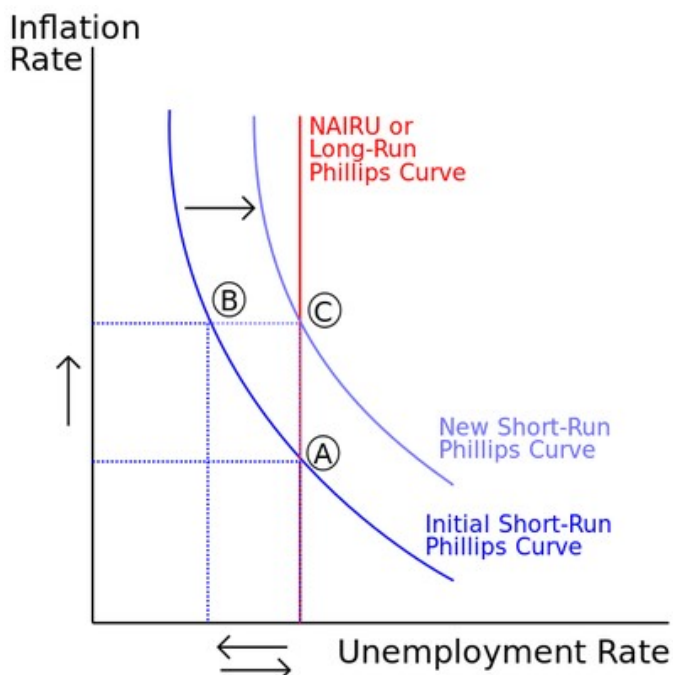
Vztah vychází z předpokladu, že firmy zvyšují v průměru ceny zboží podle toho, jak se jim zvyšují výrobní náklady, mezi které patří právě mzdy. Bude-li tedy produktivita práce růst např. 5% tempem, mzdy budou růst 8% tempem, potom budou ceny růst 3% tempem. Takto upravená křivka je znázorněna na obrázku níže [6]



Obrázek 6:Upravená Phillipsova křivka. Zdroj: researchgate.net

Nezaměstnanost je znázorněna na vodorovné ose, na svislé ose je znázorněn průměrná roční změna cen. Phillipsova křivka na první pohled vybízí k hledání optimální kombinace nezaměstna-

nosti a inflace. Problém nastává, když vezmeme v úvahu inflační očekávání, jak bude patrné z následujícího grafu:



Obrázek 7: Dlouhodobá a krátkodobá Phillipsova křivka. Zdroj: researchgate.net

Bude-li chtít vláda snížit nezaměstnanost, posune se rovnováha z bodu A do bodu B. Dosáhne se tedy nižší nezaměstnanosti, ale za cenu vyšší inflace. Ekonomické subjekty nyní očekávají vyšší míru inflace odpovídající bodu B, což se promítne ve mzdových požadavcích na příští období. Růst mzdových nákladů způsobí propouštění a rovnováha se přesouvá do bodu C, na původní hodnotu nezaměstnanosti, ale už při zvýšené míře inflace. Dlouhodobá Phillipsova křivka je tedy vertikální a vztah mezi nezaměstnaností a mírou inflace v dlouhodobém horizontu neexistuje. [8]

Opačného efektu dosáhneme, pokud vláda sníží agregátní poptávku – tím budou klesat mzdy a poroste nezaměstnanost. Poklesem reálného produktu klesají i ceny a protože se reálné mzdy nezměnily, nabídka práce roste a klesá nezaměstnanost. Tímto jsme do ekonomiky zavedli nižší inflační očekávání a krátkodobá Phillipsova křivka klesla na nižší úroveň. [8]

### 3.6.2 Vliv měnového kurzu na inflaci

Jednou ze základních makroekonomických veličin, které výrazně ovlivňují růst spotřebitelských cen, je měnový kurz. V podmínkách malé a poměrně otevřené ekonomice jakou je Česká republika můžeme sledovat dva kanály, jimiž měnový kurz působí na inflaci. [25]

Prvním z nich je přímý kanál, kdy má měnový kurz vliv na ceny dováženého zboží. Toto se týká zboží určeného přímo na spotřebitelský trh, ale i surovin a polotovarů určených pro domácí výrobu. Kurz ovšem neovlivňuje pouze ceny dováženého zboží, ale skrze zahraniční konkurenci přes tzv. dovozní arbitráž ovlivňuje nepřímo i ceny domácího zboží. [25]

Druhým z nich je nepřímý kanál, kdy za jinak neměnných podmínek ovlivňuje změna měnového kurzu změnu reálného měnového kurzu, který následně působí na agregátní poptávku a změnu mezery výstupu. V porovnání s přímým kurzovým kanálem je tento efekt poměrně malý. [25]

### **3.6.3 Vliv ceny ropy na inflaci**

Cena ropy a míra inflace jsou velice úzce spjaty. Ať už cena ropy roste nebo klesá, míra inflace ji bude velice pravděpodobně následovat. Tento vztah byl nejvíce patrný v době ropné krize v roce 1973, kdy bylo uvaleno tzv. „arabské embargo“ na vývoz ropy do západních zemí. V průběhu několika málo týdnů v těchto zemích vzrostla cena ropy až o 400%. V některých státech byla situace tak vážná, že se dostaly až do stavu hospodářské recese. Tempo růstu spotřebitelských cen se v období ropné krize zdvojnásobilo – v USA se průměrná roční míra inflace v letech 1970-1979 pohybovala okolo 7,5%. Naopak např. v roce 2016, kdy cena ropy spadla z přibližně 115 USD za barel na zhruba 35 USD za barel, klesla očekávaná míra inflace z 2,2% na 1,3%. [17]

## 4 Cílování inflace

Monetaristická koncepce vedení měnové politiky je založena na řízení měnové báze a peněžní zásoby a problémy s touto koncepcí spjaté vedly na počátku 90. let 20. stol. k přechodu řady centrální banky k používání úrokových sazeb jako měnověpolitického nástroje. Několik centrálních bank již v průběhu 90. let zvolilo jako základ své monetární politiky cílování inflace, které spočívá ve vytyčení inflačního cíle a snahou o jeho dosažení skrze krátkodobé úrokové míry sazeb centrální banky. V roce 1998 tento systém poprvé zavedla i ČNB a počet centrálních bank cílujících inflaci stále roste.[5]

Teoretický základ cílování inflace vychází z přístupu Nových keynesovců, který je postavený na myšlence, že existují rovnovážné veličiny (např. potenciální produkt, přirozená míra nezaměstnanosti, reálná přirozená úroková míra, apod.) a ekonomika má při absenci šoků tendence se navracet do svého rovnovážného stavu. Odchytky reálných veličin od svých rovnovážných hodnot přisuzují hospodářskému cyklu a centrální banky se jej pouze snaží vyhladit. Centrální banky tak mohou ekonomiku udržovat blízko rovnovážného stavu a zároveň dosahovat nízké a stabilní inflace skrze svou úrokovou politiku. [5]

V následující tabulce je provedeno úvodní srovnání dvou koncepcí měnové politiky – monetaristické koncepce cílování peněžní zásoby a nynější politiky cílování inflace:

	Cílování inflace	Cílování peněžní zásoby
Teoretické kořeny	K. Wicksell a Noví keynesovci	Monetarismus (především M. Friedman)
Přístup k penězům	Centrální banka stanovuje cenu peněz; peníze v modelu nehrají roli a někdy ani nejsou v modelu obsaženy	Exogenní peněžní nabídka řízená centrální bankou
Měnově politický instrument	Krátkodobá úroková sazba centrální banky	Měnová báze
Měnové pravidlo	Taylorovo úrokové pravidlo (případně Svenssonovo pravidlo)	Friedmanovo pravidlo pro X% růst měnové báze anebo jsou stanoveny cíle pro růst měnových agregátů v souladu s cenovou stabilitou a růstem
Cíl měnové politiky	Primární cíl: cenová stabilita; Střednědobý cíl: explicitně stanovený inflační cíl	Primární cíl: cenová stabilita; Střednědobý cíl: růst měnových agregátů

Forma modelu	Strukturální vícerovnicový model	Výsledně redukováný model, který může být jednorovnicový
Proces přizpůsobení	Cenové a mzdové frikce v krátkém období, neutralita měnové politiky v dlouhém období	Cenové a mzdové frikce v krátkém období, neutralita měnové politiky v dlouhém období
Empirická verifikace	Simulační mode, expertní přístup a kalibrace parametrů	Ekonometrická verifikace hypotéz

Tabulka 4: Srovnání cílování inflace a cílování peněžní zásoby. Zdroj: Mandel a Tomšík, 2018

## 4.1 Základní pojmy a mechanismus cílování inflace

V redukované formě, tedy po vyloučení všech vnitřních proměnných za pomoci substitucí ve strukturálním modelu, můžeme cílování inflace znázornit pomocí dvou funkčních vztahů. [5]

- a) Reakční funkce centrální banky

$$i_{CB,t} = r_E + p_t^{T(t+1)} + f_1 [P_t(p_{t+1}) - p_t^{T(t+1)}]$$

Kde:  $p_t^{T(t+1)}$  ... inflační cíl stanovený v t pro t+1  
 $P_t(p_{t+1})$  ... inflační prognóza v čase t na čas t+1  
 $i_{CB,t}$  ... krátkodobá úroková sazba centrální banky stanovená v čase t  
 $r_E$  ... reálná rovnovážná úroková míra

- b) Inflační prognóza

$$P_t(p_{t+1}) = f_2(x_{t,1} \dots x_{t,n})$$

Kde:  $x_{t,1} \dots x_{t,n}$  ... vysvětlující proměnné v inflační prognóze (predeterminované proměnné, tedy exogenní a časově zpožděné endogenní proměnné)

Tyto dvě funkce nám ukazují, že proces cílování inflace zahrnuje následující tři základní kroky:

- Stanovení inflačního cíle
- Provedení inflační prognózy
- Operativní řízení pomocí krátkodobé úrokové sazby centrální banky

### 4.1.1 Stanovení inflačního cíle

Při stanovování inflačního cíle se centrální banka musí rozhodnout mezi neopraveným cenovým indexem a specificky upraveným cenovým indexem, který bude používat při výpočtu jádrové, resp. čisté inflace. Upravený cenový index může centrální banka preferovat např. z toho důvodu, že ceny některých komodit podléhají silným sezónním cyklickým vlivům, které může centrální banka jen těžko ovlivnit, nebo podléhají státním regulacím. [5]

Centrální banka se zavazuje k plnění inflačního cíle, což může být buď konkrétní hodnota (např. 2%), nebo má podobu pásma (např. 1-3%). Pásmo má dvě základní nevýhody:

- a) Neovlivňuje inflační očekávání jednoznačně
- b) Centrální banka se hůře vysvětluje jeho neplnění

System stanovení inflačního cíle může také obsahovat nějaké konkrétní výjimky, za kterých inflační cíl nemusí být dosažen – mohou to být cenové šoky světových komoditních trhů, zvýšení nepřímých daní, neočekávaná změna měnového kursu aj.

### 4.1.2 Provedení inflační prognózy

Střednědobá prognóza inflace je zřejmě nejsledovanější a nejdiskutovanější částí procesu cílování inflace. Pro centrální banku má zásadní význam prognóza na horizontu měnové politiky, která se v případě ČNB provádí na 12-18 měsíců, kdy mají změny krátkodobé úrokové míry největší účinnost. Centrální banka publikuje tzv. nepodmíněné prognózy inflace, které obsahují předpokládanou trajektorii vývoje úrokových sazeb. Pokud centrální banka publikuje tuto prognózu při neměnné úrokové sazbě, jedná se o tzv. podmíněnou prognózu. Nepodmíněná prognóza je výhodnější z důvodů [5]

- a) Umožňuje si vytvořit představu o vhodném nastavení úrokových sazeb vedoucích k dosažení inflačního cíle
- b) Při změně úrokové sazby ztrácí podmíněná prognóza na aktuálnosti

Modelovým základem inflačních prognóz jsou dynamické modely vytvořeny na principech Nových Keynesovců mající různý stupeň mikroekonomických zdůvodnění a lze je rozdělit do dvou generací. První generace modelů vychází především z práce švédského ekonoma L. Svenssona a různé iterace jeho modelů jsou dodnes používány celou řadou centrálních bank, Mezinárodním měnovým fondem a komerčními bankami při analýze možného chování centrálních bank. Do druhé generace spadají predikční modely, které využívají přístup dynamické stochastické všeobecné rovnováhy (Dynamic Stochastic General Equilibrium – DSGE) s mikroekonomickým odvozením makroekonomických vztahů. Tento model využívá např. Česká národní banka či Evropská centrální banka. Hlavním smyslem modelování je získání konzistentní představy o daném problému za konkrétních teoretických východisek a ověřovat možné scénáře. [5]

### 4.1.3 Krátkodobá úroková sazba

Hlavním nástrojem centrální banky v systému cílování inflace je krátkodobá úroková sazba. Centrální banka nastavuje měnově-politickou sazbu tak, aby přivedla inflaci k cíli, v rámci operativního řízení. Pokud je prognózovaná inflace vyšší, než je inflační cíl, měla by centrální banka zvyšovat úrokovou sazbu. To by mělo probíhat postupně, aby se trh dokázal přizpůsobit novým podmínkám. Tento proces je dobré podpořit dobrou komunikací s veřejností. [5]

Klíčovým problémem cílování inflace je určení rovnovážné reálné úrokové míry v reakční funkci. Přirozenou úrokovou míru udává mezní produktivita kapitálu v podmínkách nepeněžní ekonomiky. Normální úroková míra lze být definována za podmínky, kdy jsou současné úspory v rovnováze s poptávkou po novém kapitálu a je rovna rovnovážné úrokové míře. Ani jedna z veličin však není pozorovatelná či jednoznačně kvantifikovatelná. [5]

## 4.2 Úloha inflačních předpovědí

S ohledem na dlouhá a proměnlivá zpoždění ke, kterým dochází od provedení změn měnové politiky po jejich dopady na inflaci, musí měnová politika vycházet z předpovědí. Inflační cíl se tedy stanovuje ne podle aktuální míry inflace ale podle očekávané míry inflace. Zvýší-li bychom úrokovou míru krátce poté, co inflace začala růst, bylo by již příliš pozdě na to, abychom zabránili nestabilitě inflace a HDP. [1]

Přesné odhady na dobu delší než jeden rok jsou velice obtížně proveditelné, proto musí měnová politika při cílování inflace spoléhat na zprostředkující cíle, které mají poměrně stabilní vztah k inflaci. Předpovědi je vhodnější vyjádřit jako pravděpodobnost, nikoliv explicitně jedním číslem. Pro získání větší důvěryhodnosti publikují některé centrální banky prognózy inflace ve formě „věřířitě“ rozšiřujícího se grafu, kde u každé větve je uvedena pravděpodobnost, s jakou může daná výše míry inflace nastat. Rozhodování je tak založeno, stejně jako v jiných hospodářských oblastech, na pravděpodobnosti. [1]

Jedním z problémů při rozhodování o úrokových mírách je určení časového horizontu, během kterého by se měla inflace vrátit k vytyčenému cíli po nabídkovém šoku. Jako vhodný časový interval se jeví horizont dvou let, případně i více. Optimální úroveň úrokových měr potom závisí na zvoleném časovém horizontu. [1]

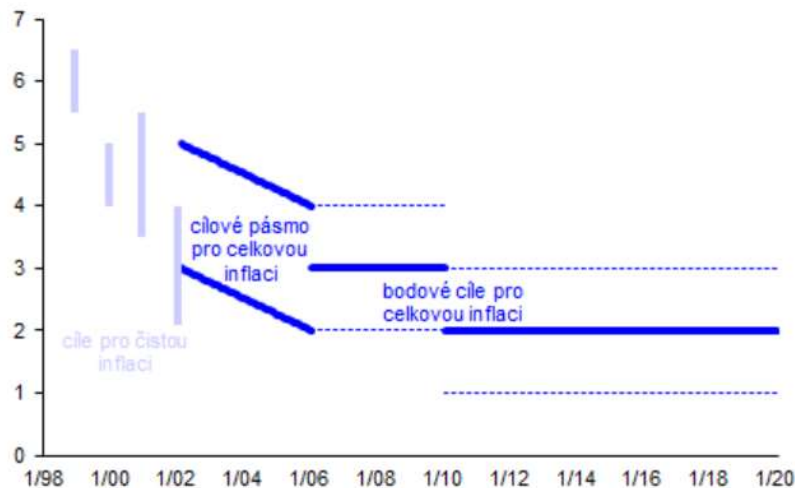
Za další, pokud existuje nejistota ohledně dopadů provedených změn úrokových měr na ekonomiku, je rozumnější se k úrokovým mírách, při kterých očekávaná inflace dosáhne inflačního cíle, přibližovat postupně, namísto provedení radikální změny. Je třeba myslet na to, že ačkoliv jsou prognózy základem rozhodování, nelze k nim přistupovat mechanicky. Optimální reakce měnové politiky nemůže být odvozena pouze z očekávané inflace, ale musíme brát v potaz i šoky, které těmito změnami uvalíme na hospodářství. [1]



# **PRAKTICKÁ ČÁST**

## 5 Plnění inflačních cílů ČNB ve sledovaném období

V této kapitole se budu zabývat hodnocením plnění inflačního cíle ČNB v období od roku 1998, kdy ČNB přešla na režim cílování inflace, až po současnost. Intervaly jednotlivých období jsem zvolil na základě inflačních cílů dle následujícího grafu. V případě prvního období 1998-2001 se jedná o roky, kdy ČNB cílila na čistou inflaci, na rozdíl od následujících let, kdy cílila na celkovou inflaci.



Tabulka 5: Inflační cíle ČNB 1998-2020. Zdroj: cnb.cz

### 5.1 Období 1998-2001

V tomto prvním období cílování inflace používala Česká národní banka jako hlavní analytický a komunikační ukazatel inflace čistou inflaci. V prosinci roku 1997 byl spolu s ohlášením přechodu na cílování inflace také střednědobý inflační cíl České národní banky pro konec roku 2000. ČNB se v něm zavázala k působení svými měnovými nástroji tak, aby se meziroční čistá inflace ke konci roku 2000 pohybovala v intervalu od 3,5% po 5,5%. Pro lepší ukotvení finančního očekávání zároveň vyhlásila inflační cíl pro konec roku 1998, kdy měla čistá inflace dosahovat 5,5 – 6,5%. V listopadu 1998 byl vyhlášen inflační cíl pro konec roku 1999 v intervalu 4-5%. V dubnu 1999 byl stanoven dlouhodobý cíl tzv. cenové stability v čisté inflaci pro konec roku 2005 v intervalu 1-3% a v dubnu 2000 byl vyhlášen inflační cíl pro konec roku 2001 v intervalu 2-4%.

V dubnu 2001 bylo také rozhodnuto o přechodu k cílování celkové inflace měřené indexem spotřebitelských cen.

### 5.1.1 Plnění inflačního cíle 1998-2001

V následující tabulce jsou uvedeny inflační cíle pro jednotlivé roky a jejich skutečně zaznamenané hodnoty:

	Inflační cíl [%]	Skutečná hodnota inflace ke konci roku [%]
1998	5,5-6,5	10,7
1999	4-5	2,1
2000	3,5-5,5	3,9
2001	2-4	4,7

Tabulka 6: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998-2001. Zdroj: cnb.cz, czso.cz

## 5.2 Období 2002-2005

V dubnu 2001 došlo k vyjádření cílové trajektorie celkové inflace pomocí průběžného pásma pro období od ledna 2002 až po prosinec 2005, které začínalo na 3-5% pro leden 2002 a končilo na 2-4% pro prosinec 2005.

### 5.2.1 Plnění inflačního cíle 2002-2005

V následující tabulce jsou uvedeny inflační cíle pro jednotlivé roky a jejich skutečně zaznamenané hodnoty:

	Inflační cíl [%]	Skutečná hodnota inflace ke konci roku [%]
2002	3-5	1,8
2003	2,7-4,7	0,1
2004	2,3-4,3	2,8
2005	2-4	1,9

Tabulka 7: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 2002-2005. Zdroj: cnb.cz, czso.cz

## 5.3 Období 2006-2009

Pro období od ledna 2006 byl vyhlášen inflační cíl 3% s tolerančním pásmem ve výši jednoho procentního bodu na obě strany.

### 5.3.1 Plnění inflačního cíle 2006-2009

V následující tabulce jsou uvedeny inflační cíle pro jednotlivé roky a jejich skutečně zaznamenané hodnoty:

	Inflační cíl [%]	Skutečná hodnota inflace ke konci roku [%]
2006	3	2,5
2007	3	2,8
2008	3	6,3
2009	3	1,0

Tabulka 8: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 2006-2009. Zdroj: cnb.cz, czso.cz

## 5.4 Období 2011-2020

V březnu 2007 byl vyhlášen inflační cíl platný od ledna 2010 ve výši 2% a stejně jako předchozí inflační cíl je i okolo toho inflačního cíle toleranční pásmo o šířce jednoho procentního bodu na obě strany.

### 5.4.1 Plnění inflačního cíle 2011-2020

V následující tabulce jsou uvedeny inflační cíle pro jednotlivé roky a jejich skutečně zaznamenané hodnoty:

	Inflační cíl [%]	Skutečná hodnota inflace ke konci roku [%]
2010	2	1,5
2011	2	1,9
2012	2	3,3
2013	2	1,4
2014	2	0,4
2015	2	0,3
2016	2	0,7
2017	2	2,5
2018	2	2,1
2019	2	2,8
2020	2	3,2

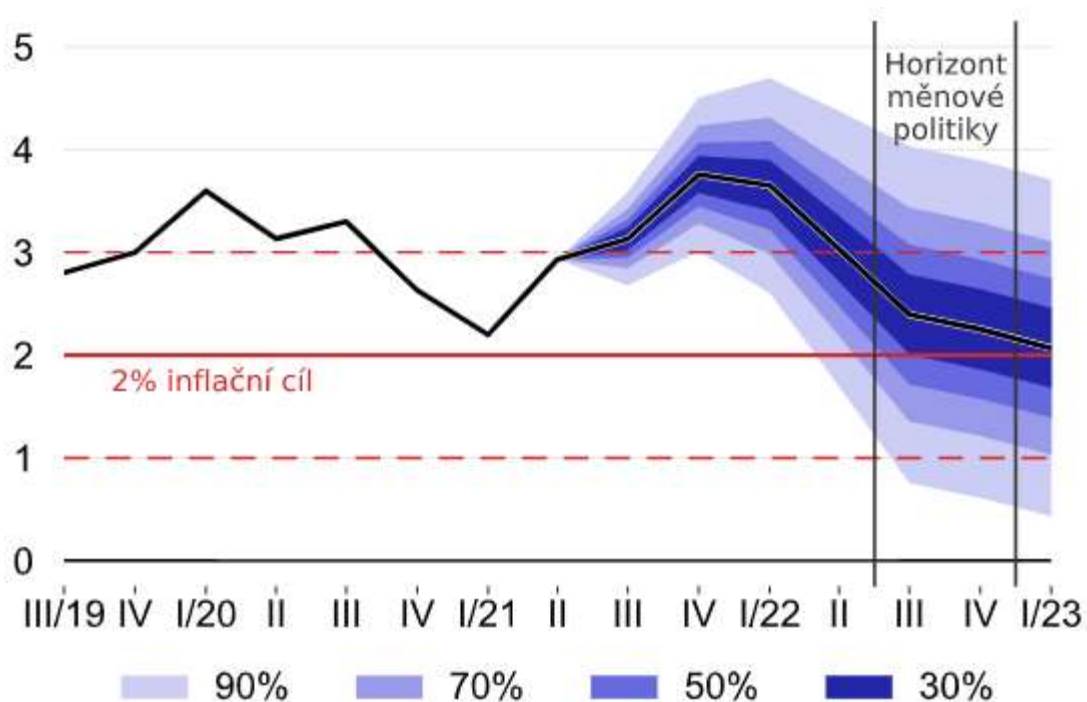
Tabulka 9: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 2010-2020. Zdroj: cnb.cz, czso.cz

## 6 Prognóza budoucího vývoje inflace

V této kapitole se budu věnovat aktuálním prognózám ČNB na horizont měnové politiky. ČNB vytváří krátkodobé a střednědobé prognózy.

### 6.1 Prognóza celkové inflace

ČNB predikuje celkovou inflaci na horizontu měnové politiky, tj. 3. a 4. čtvrtletí roku 2022 ve výši 2,4% a 2,3%.



Obrázek 8: Prognóza celkové inflace ČNB z 5.8.2021. Zdroj: cnb.cz

ČNB prognózuje růst celkové inflace až do konce roku 2021, kdy nejpravděpodobněji dosáhne svého maxima mezi 3,5% a 4,5%. V prvním čtvrtletí roku 2022 ČNB očekává začátek poklesu celkové inflace, který bude pokračovat až do prvního čtvrtletí roku 2023, kdy by se celková inflace měla přiblížit inflačnímu cíli 2%. Oproti zimní prognóze, ve které se inflace pohybovala kolem inflačního cíle až za horizont měnové politiky, se jedná a poměrně dramatickou změnu směrem nahoru.

Růst inflace v několika uběhlých ale i následujících měsících je a bude patrně způsoben rostoucími cenami energie a komodit. Tlak na růst spotřebitelských cen je také způsoben nedostatkem některých vstupních složek a surovin a kapacitním omezením výroby výroby a silnou poptávkou doma i v zahraničí. Jakmile se napraví omezení výroby a dojde ke sblížení nabídky s poptávkou, budou se tyto inflační tlaky v roce 2022 postupně zmírňovat.

## Závěr

V této diplomové práci na téma měnově-politické režimy České národní banky jsem se komplexně zabýval tématy centrálního bankovníctví, měnovou politikou a především tématem cílování inflace. Cílem práce bylo porovnat a zhodnotit účinnost měnově-politického režimu cílování inflace ve sledovaném období.

V teoretické části jsem se věnoval centrálnímu bankovníctví, jeho významu, funkci a činnosti centrálních bank. V další kapitole jsou podrobně rozebrána měnová politika. Jsou zde popsány režimy měnové politiky, její nástroje, pravidla, mechanismy a cíle. Ve třetí kapitole nalezneme teoretické vymezení inflace – její definice a dopady, druhy inflace a jak se inflace měří. Dále se práce věnuje cílování inflace.

V praktické části jsem se věnoval cílování inflace České národní banky od roku 1998 po současnost a prognóze vývoje celkové inflace.

## Seznam použité literatury

- [1] JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.
- [2] REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- [3] HŘEBÍK, František. Obecná ekonomie. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2008. ISBN 978-80-7380-101-4.
- [4] ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽĎÁREK. Makroekonomická analýza: teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-5858-9.
- [5] MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. Monetární ekonomie v období konvergence a krize. Praha: Management Press, 2018. ISBN 978-80-7261-545-2.
- [6] HOLMAN, Robert. Ekonomie. 4., aktualiz. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-891-6.
- [7] SPĚVÁČEK, Vojtěch. Makroekonomická analýza. Praha: Linde Praha, 2012. ISBN 978-80-86131-92-4.
- [8] HOLMAN, Robert. Makroekonomie: středně pokročilý kurz. 2. vydání. Praha: C.H.Beck, 2010. ISBN 807-17-9861-4.

## Seznam použitých internetových zdrojů

- [9] [online]. Dostupné z: <http://historie.cnb.cz>
- [10] Bankovky a mince - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/bankovky-a-mince/>
- [11] [online]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>
- [12] Před rokem skončily devizové intervence ČNB, trvaly 41 měsíců - Patria.cz. Investice, ekonomika a finance, kurzy, akcie, měny a komodity - Patria.cz [online]. Copyright © 1997 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/3796920/pred-rokem-skoncily-devizove-intervence-cnb-trvaly-41-mesicu.html>
- [13] Dohled nad finančním trhem - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/>
- [14] Sekce dohledu nad finančním trhem - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/organizacni-struktura/ustredi-cnb/580-sekce-dohledu-nad-financnim-trhem/](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/organizacni-struktura/ustredi-cnb/580-sekce-dohledu-nad-financnim-trhem/)
- [15] [online]. Dostupné z: <https://www.polek.vse.cz/pdfs/pol/2020/06/02.pdf>
- [16] [online]. Copyright © 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <http://www.financeproradost.cz/clanek/inflace-jeji-priciny-a-typy>
- [17] Vztah ropy a inflace - Finlord. Finlord - Exkluzivní portál specializovaný na burzovní i mimoburzovní investování, analýzy a finanční management. [online]. Dostupné z: <https://finlord.cz/2018/04/vztah-ropy-inflace/>
- [18] Historie ČNB - Historie ČNB. [online]. Copyright © Česká národní banka, 2003 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.historie.cnb.cz/cs/>
- [19] Česká národní banka - historický vývoj - Historie ČNB. [online]. Copyright © Česká národní banka, 2003 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: [https://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny\\_institute/](https://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_institute/)
- [20] Úloha měnové politiky - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/uloha/>
- [21] Měnověpolitické nástroje - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>
- [22] Strategie České národní banky v oblasti dohledu - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/dohled-financni-trh/strategie-dohledu/>
- [23] Statistika - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/statistika/>
- [24] Výzkum - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/ekonomicky-vyzkum/>
- [25] Vliv měnového kurzu na inflaci - Česká národní banka. [online]. Copyright © ČNB 2021 [cit. 20.09.2021]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Vliv-menoveho-kurzu-na-inflaci/>



## Seznam obrázků

Obrázek 1: Schéma transmisního mechanismu měnové politiky. Zdroj: Jílek, 2013 .....	19
Obrázek 2: Poptávkový šok. Zdroj: Hřebík, 2008 .....	26
Obrázek 3: Nabídkový šok. Zdroj: Hřebík, 2008.....	27
Obrázek 4: Redistribuční efekt inflace a deflace. Zdroj: Revenda, 2011 .....	33
Obrázek 5: Původní Phillipsova křivka. Zdroj: researchgate.net.....	35
Obrázek 6:Upravená Phillipsova křivka. Zdroj: researchgate.net .....	36
Obrázek 7: Dlouhodobá a krátkodobá Phillipsova křivka. Zdroj: researchgate.net.....	37

## Seznam tabulek

Tabulka 1 - Aktuální nastavení základních měnově-politických nástrojů. Zdroj: cnb.cz.....	10
Tabulka 2 - Struktura devizových rezerv ČNB k 31.3.2021. v mil. USD .....	11
Tabulka 3: Spotřební koš pro rok 2021. Zdroj: czso.cz.....	31
Tabulka 4: Srovnání cílování inflace a cílování peněžní zásoby. Zdroj: Mandel a Tomšík, 2018.....	40
Tabulka 5: Inflační cíle ČNB 1998-2020. Zdroj: cnb.cz .....	44
Tabulka 6: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998-2001. Zdroj: cnb.cz, czso.cz.....	45
Tabulka 7: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 2002-2005. Zdroj: cnb.cz, czso.cz.....	45
Tabulka 8: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 2006-2009. Zdroj: cnb.cz, czso.cz.....	45
Tabulka 9: Plnění inflačních cílů ČNB v letech 2010-2020. Zdroj: cnb.cz, czso.cz.....	46

