

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA EVROPSKÉ INTEGRACE

Hodnocení měnové politiky ČNB v letech 1997 – 2014

Evaluation of the CNB's Monetary Policy in the Years 1997 - 2014

Student:

Bc. Petra Matoušková

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Kateřina Dvoroková, Ph.D.

Ostrava 2015

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra evropské integrace

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Petra Matoušková**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6210T004 Eurospráva
Téma: **Hodnocení měnové politiky ČNB v letech 1997-2014**
Evaluation of the CNB's Monetary Policy in the Years 1997-2014

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretické aspekty cílování inflace
 3. Měnová politika ČNB v období 1997-2014
 4. Vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

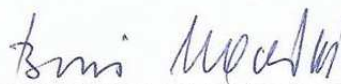
- JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.
- JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2. aktualiz. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 342 s. ISBN 978-80-247-4386-8.
- MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 10th ed., global ed. Harlow: Pearson, 2013. 726 s. ISBN 978-0-13-277024-8.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Dvoroková, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015



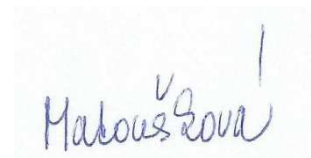
Ing. Boris Navrátil, CSc.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci vypracovala samostatně pod vedením Ing. Kateřiny Dvorokové, Ph.D. V seznamu použité literatury uvádím veškeré knižní i elektronické zdroje, které byly při tvorbě použity.

V Ostravě dne 25. 4. 2015

A handwritten signature in blue ink that reads "Matoušková". The signature is written in a cursive style with a small "v" above the "o" in "Matouš".

.....
Bc. Petra Matoušková

Na tomto místě bych ráda poděkovala Ing. Kateřině Dvorokové, Ph.D. za odbornou pomoc při tvorbě mé diplomové práce.

Obsah

1 Úvod.....	5
2 Teoretické aspekty cílování inflace.....	7
2.1 Vymezení inflace.....	7
2.1.1 Měření inflace	7
2.1.2 Míra inflace	9
2.1.3 Typologie inflace.....	10
2.1.4 Důsledky inflace.....	13
2.2 Pojetí inflace v rámci ekonomických škol, od monetarismu k novému konsensu.....	15
2.3 Pilíře cílování inflace	22
2.3.1 Explicitní inflační cíl.....	22
2.3.2 Transparentnost a odpovědnost centrální banky	23
2.4 Shrnutí	23
3 Měnová politika ČNB v období 1997 - 2014.....	25
3.1 Režimy měnové politiky	26
3.2 Měnová krize v ČR	30
3.3 Reakce měnové politiky ČNB na dopady světové finanční a hospodářské krize	35
3.4 Měnově-politické nástroje ČNB.....	36
3.4.1 Operace na volném trhu	37
3.4.2 Automatické facility	37
3.4.3 Povinné minimální rezervy	38
3.4.4 Devizové intervence	38
3.5 Shrnutí	40
4 Vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB.....	42
4.1 Vývoj inflace v ČR v období 1997 – 2014.....	42
4.1.1 Vývoj inflace a makroekonomické ukazatele v ČR.....	43
4.1.2 Srovnání míry inflace v ČR a zemích EU	45

4.2 Plnění inflačních cílů a prognóza inflace	47
4.2.1 Plnění inflačních cílů v období 1997 - 2008	48
4.2.1 Plnění inflačních cílů v období 2008 - 2014	49
4.2.3 Srovnání plnění inflačních cílů ČNB s ECB	50
4.2.4 Naplňování prognóz inflace v letech 1997 - 2014	51
4.3 Závěrečné zhodnocení.....	53
5 Závěr.....	57
Seznam použité literatury	59
Seznam zkratek	64
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	
Přílohy	

1 Úvod

V posledních letech se lze setkat s rostoucím významem měnové politiky, kdy je důležitý její vliv na ekonomický růst a hlavně finanční a cenovou stabilitu. Pro aplikaci měnové politiky volí centrální banky různé měnové strategie, přičemž jedním z nejvíce praktikovaných režimů měnové politiky je režim cílování inflace.

Začátkem roku 1998 přešla Česká národní banka, jakožto hlavní aktér měnové politiky, k cílování inflace. Tímto chtěla dosáhnout především primárního cíle – cenové stability. Tento měnově-politický režim vystřídal předchozí schéma měnové politiky, které bylo založeno na politice pevného kurzu a cílování peněžní zásoby. Měnová politika v tomto bývalém režimu nebyla schopna plnit svůj tehdejší hlavní cíl – měnovou stabilitu. Pro úspěšnou aplikaci měnové politiky v režimu cílování inflace musí být centrální banka nezávislá a musí být schopna provádět kvalitní analýzy a prognózy.

Cílem této diplomové práce je vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB v letech 1997 – 2014. Pro naplnění cíle je v diplomové práci ověřována hypotéza, která tvrdí, že se ČNB nedařilo plnit primární cíl po celé zkoumané období. Použitými metodami jsou analýza časových řad, komparace, dedukce a indukce.

Diplomová práce je členěna do pěti kapitol, přičemž první je úvod a pátá je závěr. Druhá kapitola tvoří teoretický základ. Následující dvě kapitoly jsou zaměřeny na praktickou část práce. Na konci každé kapitoly je dílčí shrnutí, jež přispívá ke konzistentnosti celé práce.

Druhá kapitola je zaměřena na teoretické aspekty cílování inflace, kdy je pozornost věnována vymezení inflace a dále je rozpracováno pojetí inflace v rámci ekonomických škol, od monetarismu k novému konsensu nových keynesovců. V závěru kapitoly jsou popsány dva hlavní pilíře cílování inflace.

Třetí kapitola je věnována uplatňované měnové politice České národní banky v letech 1997 – 2014. Na začátku této kapitoly jsou objasněny režimy měnové politiky. Dále je popsána měnová krize v ČR a také reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize. Poslední část kapitoly je zaměřena na samotné měnově-politické nástroje ČNB, které používá ke splnění svého cíle a jsou jimi operace na volném trhu, automatické facility, povinné minimální rezervy nebo v současné době stále diskutované devizové intervence.

Ve čtvrté kapitole je již vyhodnocováno samotné plnění inflačního cíle. V první části kapitoly je analyzován vývoj míry inflace v ČR a vybrané makroekonomické ukazatele. Dále je míra inflace v ČR porovnávána s mírou inflace ve vybraných zemích EU. Další část je věnována vyhodnocení plnění inflačních cílů a prognóz a závěrečnému zhodnocení.

Při zpracování diplomové práce byla použita především odborná literatura¹ zaměřená na měnovou politiku a dále internetové stránky institucí zabývajících se sběrem a vyhodnocováním statistických dat, kterými jsou EUROSTAT² a Český statistický úřad³. Významným zdrojem dat byly i samotné stránky České národní banky⁴.

¹ HELÍSEK, Mojmír. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Institut integrace ČR do evropské a světové ekonomiky Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.

MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 10th ed., global ed. Harlow: Pearson, 2013. 726 s. ISBN 978-0-13-277024-8.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.

REVENDA, Z., M. MANDEL, J. KONDERA, P. MUSÍLEK a P. DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2012. 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

² EUROPEAN COMMISSION. *Eurostat* [online]. 2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat>

³ ČSÚ. *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/>

⁴ ČNB. *Česká národní banka* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

2 Teoretické aspekty cílování inflace

Tato kapitola je zaměřena na teoretické aspekty cílování inflace. V první podkapitole jsou pro lepší pochopení dané problematiky uvedeny pojmy související s cílováním inflace jako je samotná inflace, její měření, míra inflace, typologie inflace a její důsledky. Dále je zde zmíněno pojetí ekonomických škol v rámci inflace, od monetarismu k novému konsensu nových keynesovců. Poslední část je věnována dvěma hlavním pilířům cílování inflace.

2.1 Vymezení inflace

Inflace se řadí mezi nejpoužívanější termíny v ekonomice a také v tisku, kdy jak v běžném, tak i odborném, je jí věnována velká pozornost. Všeobecně je inflace spíše negativním jevem v ekonomice. Inflací se rozumí všeobecný růst cenové hladiny. Změna cenové hladiny, tedy inflace je vnímána, například pomocí zvyšující se ceny u bydlení, jídla, benzínu nebo dalšího zboží. Když roste cenová hladina, roste také množství peněz v ekonomice, dochází tedy k poklesu kupní síly peněžní jednotky. Současně se tedy inflací rozumí znehodnocení peněz, ve vztahu k míře inflace se jedná o míru znehodnocení peněz, konkrétně pak můžeme hovořit o negativní úrokové míře.

S inflací úzce souvisí **deflace**. Deflace je možné označit opakem inflace. Deflaci lze definovat jako všeobecný pokles cenové hladiny. Jedná se především o reálné zdražení všech budoucích závazků, např. splátek úvěru, mzdových závazků, smluvně dohodnutého nájemného či přímých daní⁵. Dalším pojmem, se kterým se lze setkat, je **desinflace**. Desinflací se rozumí snižování míry inflace, její zpomalování. Naopak pojem **akcelerující inflace** vyjadřuje zvyšování míry inflace, její zrychlování. Pokud nastane situace, kdy ekonomika stagnuje, tzn., že její reálný produkt se nemění, ale cenová hladina roste, lze hovořit o **stagflaci**. Kombinací poklesu ekonomiky, tedy jejího reálného produktu a růstu cenové hladiny, je **slumpflace**.

2.1.1 Měření inflace

Informace o pohybu cenové hladiny lze zařadit mezi nejsledovanější a také nejdůležitější informace z oblasti ekonomického života. Pro měření inflace lze použít cenové indexy. Mezi nejběžnější cenové indexy patří index spotřebitelských cen a implicitní cenový deflátor.

⁵ BRČÁK, J., B. SEKERKA, D. STARÁ a R. SVOBODA. *Česká republika ve světle ekonomických teorií*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012. 206 s. ISBN 978-80-7380-369-8.

a) Index spotřebitelských cen (CPI – Consumer Price Index)

Index spotřebitelských cen odráží změnu cen výrobků a služeb, které kupují domácnosti. Dle indexu spotřebitelských cen se měření inflace opírá o srovnání nákladů na nákup typického spotřebního koše výrobků a služeb ve dvou srovnávaných obdobích, kdy se spotřebním košem rozumí soubor výrobků a služeb, které spotřebovává typická domácnost. Náklady na nákup zvoleného spotřebního koše v daném (běžném) roce jsou porovnávány s náklady na nákup téhož koše, avšak v roce základním. Základním rokem je rok, který je stanoven jako výchozí. Postupuje se dle vzorce:

$$\text{CPI} = \frac{\text{hodnota daného spotřebního koše v cenách běžného roku}}{\text{hodnota daného spotřebního koše v cenách základního období}} \cdot 100. \quad (2.1)$$

Hodnotu koše zjistíme tak, že dané množství každého výrobku nebo služby vynásobíme jeho cenou za příslušné období. Pokud je hodnota indexu větší než 100, vyplývá z toho, že došlo k vzestupu cenové hladiny a probíhá inflace.

Stanovení struktury spotřebního koše je samostatným problémem. Z hlediska srovnatelnosti údajů je žádoucí strukturu koše neměnit co nejdéle. Po několika letech, nejčastěji v pěti-letých intervalech, se však struktura koše aktualizuje dle změny preferencí obyvatelstva, např. při poslední inovaci spotřebního koše v ČR bylo do tohoto koše zařazeno několik typů nových automobilů, mobilní telefony či nové léky. V příloze č. 1 je uveden spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2014.

Index spotřebitelských cen lze matematicky vyjádřit dle tohoto vzorce:

$$\text{CPI} = \frac{\sum Q_0 \cdot P_1}{\sum Q_0 \cdot P_0} \cdot 100, \quad (2.2)$$

kde Q_0 značí spotřební koš (základní období), P_0 nám udává ceny statků ve výchozím roce (základní období) a P_1 jsou ceny statků v běžném roce (v roce, kdy měříme vývoj cenové hladiny).

Dalším cenovým indexem je **cenový index výrobků (PPI – Producer Price Index)**, který bývá často také označován jako „cenový index vstupů“. Pomocí tohoto indexu lze měřit vývoj cen vstupů do výroby a slouží především k prognózování inflace. Způsob výpočtu PPI je srovnatelný s výpočtem CPI, avšak u PPI srovnávané koše neobsahují spotřební statky, obsahují statky produktivní, jako jsou např. polotovary, suroviny, energie či práce.

b) Implicitní cenový deflátor (IPD – Implicit Price Deflator)

Implicitní cenový deflátor lze prezentovat takto:

$$\text{IPD} = \frac{\text{nominální HDP}}{\text{reálný HDP}} \cdot 100. \quad (2.3)$$

Implicitní deflátor je tvořen zlomkem, kde je ve jmenovateli zobrazen hrubý domácí produkt (HDP) daného (běžného) roku vyjádřený ve stálých cenách, tzn. v cenách období, které považujeme za výchozí, základní. V čitateli je také HDP daného (běžného) roku, avšak v běžných cenách tohoto roku, tzn. nominální HDP.

I když se pro měření inflace nejčastěji používá index spotřebitelských cen, jehož výhodou je měsíční frekvence výpočtu a publikování, implicitní cenový deflátor má komplexnější povahu. Hlavní výhodou je kompatibilita s reálným hrubým domácím produktem, jež je důležitou vysvětlující proměnnou v modelech inflace. Naopak nevýhodou tohoto indexu je čtvrtletní frekvence⁶. V České republice indexy zveřejňuje Český statistický úřad, v Evropské unii Eurostat⁷.

2.1.2 Míra inflace

Cenové indexy odrážejí vývoj cenové hladiny, ale míru inflace nevyjadřují. Mírou inflace se rozumí procentní změna cenového indexu za určité období. Lze jí vypočítat jako rozdíl cenového indexu běžného a základního období, který se vydělí cenovým indexem období základního. Výsledek je poté vynásoben stem. K výpočtu míry inflace lze využít index spotřebitelských cen, jeho vzorec lze zapsat takto:

$$\text{Míra inflace} = \frac{\text{CPI}_t - \text{CPI}_{t-1}}{\text{CPI}_{t-1}} \cdot 100, \quad (2.4)$$

kde CPI je index spotřebitelských cen, t značí časové období a $t-1$ udává časové období minus jedna.

Míra inflace, jež je vyjádřena pomocí indexu spotřebitelských cen, se často uvádí v různých číslech, která jsou správná, i když rozdílná. Musí být jednoznačně uvedeno období,

⁶ REVENDA, Z., M. MANDEL, J. KONDERA, P. MUSÍLEK a P. DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2012. 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

⁷ Dle Českého statistického úřadu je v ČR CPI roven 122,7 (průměr roku 2005 = 100), IPD činil v témže roce 1,9 %.

za které je míra inflace uváděna a základ, k němuž se dané období porovnává. Je možno použít:

- **průměrnou roční míru inflace**, kdy se jedná o hodnotu téhož ukazatele v prosinci daného roku, např. rok 2013: **1,4 %**;
- **míru inflace, která je vyjádřena přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku**, vyjadřuje procentní změnu cenové hladiny ve vykazovaném měsíci daného roku proti stejnému měsíci předchozího roku, např. květen 2014: **0,4 %**, tato míra inflace se používá při propočtech reálné úrokové míry, reálného zvýšení cen majetku či valorizací;
- **míru inflace, jež je vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen**, vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za 12 posledních měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců, např. květen 2014: **0,8 %**, tato míra inflace je účelná při propočtech reálných mezd či důchodů⁸.

2.1.3 Typologie inflace

Existují dva typy inflace vymykající se cenovým indikátorům. Patří mezi ně skrytá inflace a inflace potlačená. **Skrytou inflací** se rozumí zvyšování cen, které se z nejrůznějších důvodů nepromítne v cenových indexech. Mezi tyto důvody je možno zařadit např. změnu struktury produkce směrem k cenově výhodnějším produktům, zhoršení kvality výrobků bez změny ceny nebo chybné sestavení spotřebního koše. Naopak **odkrytá, neboli zjevná inflace** se odráží v cenových indexech a je běžně pozorovatelná.

O **potlačené inflaci** lze hovořit tehdy, když je cenový růst uměle zablokován zákazem zvyšování cen. Administrativní zastavení růstu cen lze označit dvěma způsoby, a to jako „zmrazení cen“ či „cenové moratorium“. Zkušenosti se „zmrazením cen“ nejsou příliš dobré. Ve většině případů dochází po uvolnění cen k jejich rychlému růstu, který pak víceméně vyrovnává předcházející cenovou stagnaci. „Zmrazení cen“ také napomáhá k růstu cen na šedém nebo černém trhu. S pojmem „zmrazení cen“ se lze setkat převážně v energetice. Typickým příkladem je nabídka ceny elektřiny od ČEZu pro rok 2010, kdy si maloodběratel mohl vybrat ze tří možností, jak si zajistit cenu silové elektřiny na daný rok.

⁸ ČSÚ. *Inflace, spotřebitelské ceny* [online]. 2014 [cit. 2014-06-25]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/inflace_spotrebiteleske_ceny

Hlavním principem je, že si zvolil garantovanou cenu na následující rok a vyvaroval se tímto krokem skokovému zdražení elektrické energie⁹.

Z hlediska rychlosti lze rozlišit tři typy inflace. Mezi ně řadíme hyperinflaci, inflaci plíživou a inflaci pádivou. **Hyperinflací** se rozumí extrémní forma inflace, kdy ceny rostou o tisíce, desetitisíce, statisíce až milióny procent ročně. Jedná se o zhroucení peněžního systému země. Peníze nejsou způsobilé k plnění svých funkcí a ekonomika se postupně naturalizuje¹⁰.

Typickým příkladem hyperinflace je německá hyperinflace po 1. světové válce. Německu byla stanovena Versailleskou smlouvou zodpovědnost za veškeré škody, které způsobilo vládám a občanům zemí Dohody¹¹ německou válečnou agresí. Nejhůře neslo Německo ztrátu svého území. Francii bylo navráceno Alsasko-Lotrinsko, Polsku většina západního Pruska a část Horního Slezska. Od Německa bylo také odděleno na 15 let Sárské údolí, jež bylo bohaté na zásoby uhlí. Dále muselo Německo odevzdat velkou část svého obchodního loďstva, lokomotiv, vagonů, automobilů, apod. Zároveň přišlo také o své kolonie.

Na jaře roku 1921 bylo Německu nařízeno, aby zaplatilo ve formě reparací 132 mld. zlatých marek. Tuto sumu ovšem Německo nebylo schopno zaplatit. Nemohlo si ani půjčit a také nemohlo zvýšit daně už tak chudým obyvatelům své země. Proto německá vláda zvolila tisknutí peněz. Jelikož Německo nezaplatilo ve formě reparací požadovanou sumu, v lednu 1923 obsadila Francie a Belgie Porúří. Německá vláda finančně podporovala odpor vyplácením mezd a ušlých zisků, to vedlo k dalšímu tisknutí peněz. Následný efekt byl rapidní nárůst cen. Výplaty byly vypláceny dokonce i 2x denně.

Míra inflace činila desítky miliard procent. Kurz marky se propadl, na konci války bylo možno pořídit jeden dolar za 14 papírových marek, na konci roku 1923 stál jeden dolar 4 200 000 000 000 papírových marek. V tu dobu byla papírová marka nahrazena tzv. Rentenmarkou v hodnotě 1 Rentenmarka za 1 bilion papírových marek. Na podzim 1924 byla zavedena tzv. Říšská marka a německá vláda již přestala tisknout další peníze¹².

⁹ HOSPODÁŘSKÁ KOMORA ČESKÉ REPUBLIKY. *Mimořádné prohlášení prezidenta HK ČR ke zmrazení cen elektřiny* [online]. © 2013 Hospodářská komora ČR [cit. 2014-06-30]. Dostupné z: <http://www.komora.cz/aktualni-zpravodajstvi/aktuality-1/mimoradne-prohlaseni-prezidenta-hk-cr-ke-zmrazeni-cen-elektřiny.aspx>

¹⁰ JUREČKA, V. et al. *Makroekonomie*. 2. aktualizované vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 342 s. ISBN 978-80-247-4386-8.

¹¹ Spojené království, Francie, Itálie, USA a Japonsko

¹² PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie. Základní kurz*. 1. vyd. Praha: Melandrium, 2006. 278 s. ISBN 80-86175-45-6.

Inflaci plíživou lze definovat jako inflaci probíhající delší dobu mírným a stabilním tempem. Plíživá inflace by měla být jednociferná, tudíž by neměla přesáhnout 10 %. Tato inflace nemá na ekonomiku negativní vliv, slučuje se s jejím zdravým vývojem. **Inflace pádivá** představuje rychlou inflaci, která je dána ročním cenovým růstem ve výši dvou až tří ciferých čísel. Tato inflace je spojována s velkými ekonomickými a sociálními náklady. Pádivá inflace snižuje výkonnost ekonomického systému a kvalitu sociálního systému. Je považována za nepřijatelnou a celkově je vnímána jako příznak nezdravého ekonomického vývoje.

Součástí představ o ekonomickém budoucnu v zemích s tržním hospodářstvím jsou i odhady budoucí míry inflace. **Očekávaná míra inflace** představuje míru, kdy lidé očekávají růst cenové hladiny v následujícím období. O **anticipované neboli předvídané inflaci** lze hovořit tehdy, když se míra očekávané inflace a míra skutečné inflace rovnají. **Neanticipovaná inflace** je část inflační míry, jež ekonomické subjekty překvapila. Inflačním překvapením se rozumí rozdíl mezi očekávanou a skutečnou inflací. Anticipovanou a neanticipovanou inflaci lze hodnotit až poté, kdy se dostavila skutečná míra inflace, tj. ex post.

S očekávanou inflací a s inflačními očekáváními je úzce spojována také **inflace setrvačná**. Setrvačná inflace představuje inflaci, jež má tendenci setrvávat na původní úrovni bez objektivních příčin. Dále lze zmínit **jádrovou inflaci**, což je běžná změna cenové hladiny vyvolaná endogenními faktory jako je např. nabídka peněz, rozsah produkce, úroveň mezd nebo měnový kurz.

Poptávková inflace je vyvolána převahou agregátní poptávky nad agregátní nabídkou. V rámci poptávkové inflace se lze setkat s pojmenováním „inflace tažená poptávkou“. Příčiny vyvolávající poptávkovou inflaci mohou být následující:

- přílišné zvyšování agregátní poptávky deficitním financováním ze státního rozpočtu, což vede ke schodku státního rozpočtu;
- výrazné zvýšení množství velkorozměrných a dlouhodobých investičních akcí;
- převaha investic nad úsporami vedoucí k přebytku poptávky a následnému růstu cen;
- přílišná úvěrová emise;
- nárazové použití dřívějších úspor domácností a firem převážně z důvodů změny očekávání těchto ekonomických subjektů (např. obava ze znehodnocení úspor);
- vysoký příliv zahraničního kapitálu.

Nákladová inflace je ovlivněna zvyšováním cen vstupů do výroby. Vstupy se rozumí náklady na práci, kapitál či přírodní zdroje. V rámci nákladové inflace se lze setkat s pojmenováním „inlace tlačena náklady“. K příčinám nákladové inflace se řadí:

- nárůst cen základních surovin a energií na světových trzích (např. ropné šoky);
- politické události vedoucí k těmto cenovým šokům (např. války či politické změny);
- růst mezd převyšující růst produktivity práce;
- monopolní nebo oligopolní cenotvorné chování projevující se zvláště ve využívání dominantního postavení na trhu a záměrným zvyšováním ceny své produkce za účelem maximalizace zisku;
- importovaná inflace přenesená ze zahraničí prostřednictvím exportu a importu;
- podpora růstu cenové hladiny pomocí vládního zvýšení nepřímých daní;
- opatření ekologické povahy.

2.1.4 Důsledky inflace

Existují názory, podle kterých může mít inflace pozitivní vliv na ekonomiku. Jejich nositelé mají na mysli inflaci mírnou. Při této inflaci ceny pozvolna rostou a tím vytvářejí motivy pro rozšíření produkce a nabídky práce a tudíž ji můžeme označit za stimulační ekonomický faktor. Převážně je však inflace vnímána jako jev negativní, zejména pádivá inflace či hyperinflace.

Mezi **negativní důsledky inflace**, jež se projevují především v mikroekonomické rovině, lze zařadit **způsobenou ekonomickou a sociální nestabilitu**, která přenáší nejistotu do ekonomického rozhodování, zvláště rozhodování o investicích, které s sebou nese nejistotu a riziko. Dá se tedy říci, že inflace toto riziko dále zvyšuje a investorům ztěžuje odhad očekávané efektivnosti investic, a proto může inflace potenciální investory od investování odrazovat.

Dále zde lze začlenit **zkracování časového horizontu**, ve kterém se ekonomické subjekty rozhodují, jelikož nepředvídatelnost cenových změn jim nedovoluje predikovat vzdálenější budoucnost, a proto inflace brzdí uzavírání dlouhodobých obchodních a kooperačních smluv, bez nichž je realizace obchodní akcí těžko realizovatelná.

Mezi další negativní důsledky se řadí **snížení kvality informací** zprostředkovaných v tržních ekonomikách tržním systémem, např. výrobci mylně vnímají růst ceny statků za růst vyvolaný větším zájmem o tento statek a navyšují výrobu. **Přerozdělování reálného národního důchodu**, přičemž inflace méně poškozují nebo prospívá těm subjektům, které

mají nejlepší informace a největší schopnost přizpůsobovat své nominální příjmy vývoji cenové hladiny, což jsou např. ekonomické subjekty, jejichž ceny výrobků nebo služeb se tvoří tržně a bez zpoždění se přizpůsobují obecnému cenovému vývoji. Naopak ztrácejí příjemci fixních platů (např. mzdy učitelů, policistů a ostatních zaměstnanců veřejného sektoru) a důchodů (např. starobní, vdovské, invalidní atd.), jelikož zatímco inflace probíhá průběžně, tyto platy a důchody se upravují jednorázově a se zpožděním (automatická indexace nebo valorizace).

Dále se zde řadí **peněžní iluze**, kdy ekonomické subjekty chybně ztotožňují nominální veličiny s reálnými veličinami a také **oslabení schopnosti peněz plnit úlohu uchovatele hodnoty**, což v důsledku může vést ke snižování míry úspor, jelikož střadatelé mají obavy ze znehodnocení svých úspor. Pokles úspor má vliv na pokles investičních aktivit, jelikož banky nebudou mít dostatečné zdroje pro poskytování úvěru.

Mezi další důsledky inflace patří **labilizace měnových kurzů**, jelikož změna kupní síly „národních“ peněz mění i poměr směny této měny za měnu jinou, což v důsledku neprospívá dlouhodobým obchodním a hospodářským smlouvám. **Náklady ošoupaných podrážek** souvisejí se snahou domácností o minimalizaci držené hotovosti, jež nenese žádný úrok, a tím pádem více cestují do bank či k bankomatům, a právě náklady spojené s těmito cestami včetně ztráty času bývají takto označovány.

Náklady změny jídelníčku, které jsou vyvolány nutností vynaložit reálné zdroje na oznámení vyšších cen (např. na vytištění nových katalogů, na změnu cenovek a také i právě na změnu oněch jídelních lístků v restauracích). **Únik zdrojů se sféry produktivního užití**, kdy subjekty s vyššími důchody převádějí své prostředky do cenných kovů, uměleckých děl a nemovitostí, které po většinou neztrácejí vlivem inflace svou hodnotu. **Zvýšená reálná daňová zátěž osobních důchodů v systémech progresivního zdanění**, kdy růst nominálních příjmů přesune daný subjekt do pásma s vyšší daňovou sazbou¹³.

¹³ JUREČKA, V. et al., ref. 10

2.2 Pojetí inflace v rámci ekonomických škol, od monetarismu k novému konsensu

Monetarismus je jedním ze směrů neoklasické makroekonomie a mezi nejvýznamnější představitele můžeme zařadit **Miltona Friedmana** a Karla Brunnera. Vývoj monetarismu probíhal ve třech etapách¹⁴.

V první etapě probíhající od poloviny 50. let do poloviny 60. let 20. století se Friedmanovi podařilo prosadit **kvantitativní teorii peněz** jako přesvědčivý přístup k makroekonomické analýze, kdy základem byla teze, že změny nabídky peněz jsou rozhodujícím faktorem vysvětlující změny nominálního důchodu¹⁵.

Druhé stádium začínající ve druhé polovině 60. let 20. století je charakteristické Friedmanovou **reinterpretací Phillipsovy křivky**, spojené s odmítnutím dlouhodobého substitučního vztahu mezi nezaměstnaností a inflací, a klíčovým se stalo zavedení přirozené míry nezaměstnanosti¹⁶. Tato argumentace říká, že peníze v dlouhém období nemohou ovlivňovat reálné veličiny a také, že pomocí monetární politiky nelze dlouhodobě udržovat nižší míru nezaměstnanosti než je přirozená míra, jelikož takovéto pokusy vedou pouze k akceleraci inflace.

V třetí etapě byl monetarismus rozšířen o **monetaristickou teorii platební bilance a měnových kurzů** a přesvědčivě vysvětloval mezistátní přenášení inflačních tlaků¹⁷. Od počátku 80. let začala hospodářsko-politická doporučení monetaristů zcela selhávat, v důsledku zvyšování nestability poptávky po penězích a následným výkyvům rychlosti obratu peněz. Výrazně se uvolnila těsná závislost mezi množstvím peněz v oběhu a nominálním národním důchodem a z těchto důvodů přestal být monetarismus vlivným směrem.

Friedman vydal v roce 1956 „Studii o kvantitativní teorii peněz“, **reinterpretoval v ní kvantitativní teorii peněz** a tvrdí, že tržní ekonomika je vnitřně stabilní a je schopna

¹⁴ SNOWDON, B. et al. *A Modern Guide to Macroeconomics: A Introduction to Competing Schools of Thought*. Aldershot: Edward Elgar, 1994. 460 s. ISBN 978-1852788827.

¹⁵ FRIEDMAN, M. et al. *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956. ISBN 978-0226264066.

¹⁶ FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* [online]. 1968, vol. 58, s. 1 – 17 [cit. 2014-06-30]. Dostupné z: https://www.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/makroekonomie/intermediate_macro/reader/8/02_Friedman_AER1968.pdf

¹⁷ FRENKEL A., Jacob and Harry G. JOHNSON. *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. London: Allen and Unwin, 1976. 386 s. ISBN 978-0043302767.

automaticky obnovovat svou rovnováhu, přičemž státní zásahy usilující o podporu ekonomického růstu nebo snížení nezaměstnanosti mají tendenci přirozenou rovnováhu narušovat. Základní tezí monetarismu je **kauzální vztah mezi mírou růstu množství peněz v oběhu a mírou růstu nominálního důchodu**. Rovnice směny, jež vyjadřuje, že množství peněz v ekonomice (M) násobené rychlostí obratu peněžní jednotky (V) je v zásadě rovno objemu nominálního agregátního produktu, je následující:

$$M \cdot V = P \cdot Q, \quad (2.5)$$

přítom nominální produkt je součinem reálného agregátního produktu (Q) a cenové hladiny (P) v ekonomice.

Druhou tezí je závěr o existenci časových zpoždění mezi změnou množství peněz v oběhu a změnou nominálního národního důchodu a v krátkém období i reálného důchodu. **Inflaci Friedman považuje za výlučně peněžní jev**. Tyto teze byly základním kamenem jeho interpretace kvantitativní teorie peněz, kterou chápe především jako teorii poptávky po penězích. Držitelé peněz jsou podniky, které drží peníze v zájmu zajištění stabilní výroby, a domácnosti, které se rozhodují podle užitku z jednotlivých aktiv.

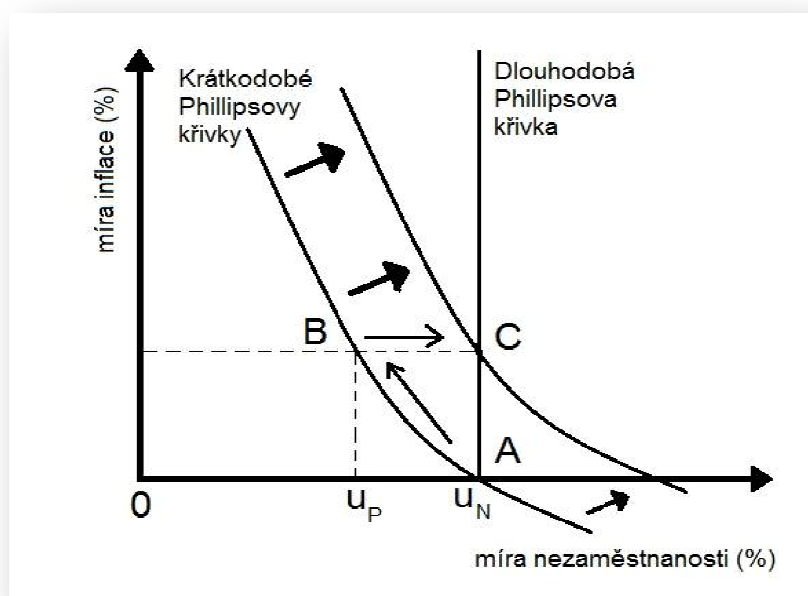
Friedman vytyčuje čtyři základní skupiny faktorů, které určují poptávku po penězích. Prvním je celkové reálné bohatství a jeho změny spojené s vývojem důchodu. Bohatství lze dle něj držet v pěti různých formách, jimiž jsou peníze, obligace, akcie, lidský kapitál a tzv. nikoli-lidský kapitál. Právě rozdělení bohatství na lidský a nikoli-lidský kapitál je druhým faktorem působícím na poptávku po penězích. Třetím faktorem je očekávaná výše výnosu z různých druhů aktiv a posledním faktorem je reziduální veličina vyjadřující působení ostatních proměnných rozhodujících o užitku.

Jak již bylo zmíněno, Friedman považoval tržní ekonomiku za vnitřně stabilní a to stejné platí i pro poptávku po penězích, kdy rozhodujícím činitelem, který vyvolává nerovnovážné situace, jsou změny nabídky peněz způsobující šoky v poptávce po penězích. Je tedy zřejmé, že nejvýznamnější zdroj nerovnováhy je nesprávná monetární politika vlády.

Druhé stádium, tj. 70. léta 20. století, je spojeno s novou **interpretací Phillipsovy křivky**, kdy se původní neokeynesovská křivka stávala čím dál více nerealistická, a proto se jevila přesvědčivější právě nová interpretace Phillipsovy křivky založená na přirozené míře nezaměstnanosti a inflačních očekáváních. Původní Phillipsova křivka je chápána jako krátkodobá a je spojována s tržními nedokonalostmi, krátkodobými zásahy vlády a inflačními očekáváními.

V nové křivce jsou použita **adaptivní očekávání** a v dlouhém období odráží chování vyspělé tržní ekonomiky dlouhodobá Phillipsova křivka, která je založena na přirozené míře nezaměstnanosti. Můžeme ji chápat jako stav dlouhodobé rovnováhy, při níž neexistuje nedobrovolná nezaměstnanost a je zde stálá míra inflace. Vláda může dosáhnout nižší míry nezaměstnanosti než je přirozená míra jen za cenu zvýšení míry inflace, přičemž takové chování dlouhodobě vede k akceleraci inflace, jelikož stěžejní úlohu hrají inflační očekávání ekonomických subjektů. Zároveň také neexistuje nedobrovolná nezaměstnanost. Veškeré tyto souvislosti znázorňuje následující obrázek 2. 1.

Obr. 2.1: Friedmanovo pojetí Phillipsovy křivky



Zdroj: SOJKA, Milan. *Dějiny ekonomických teorií*. 1. vyd. Praha: Havlíček Brain Team, 2010. 541 s. ISBN 978-80-87109-21-2.; vlastní úprava

Hlavním Friedmanovým hospodářsko-politickým doporučením je jedinou formou monetární politiky, která nebude narušovat vývoj tržní ekonomiky, **politika založená na růstu nabídky peněz**, čímž se bude stabilně vyvíjet množství peněz v oběhu. Právě množství peněz v oběhu by mělo každoročně růst v souladu s dlouhodobým tempem růstu ekonomiky o **3 – 5 %**. Avšak sám Friedman přiznal ve *Financial Times*¹⁸ (7. 6. 2003), že toto konání nebylo úspěšné a sám by už znovu tuto politiku neprosazoval tak usilovně.

Rostoucí nestabilita vyspělých tržních ekonomik v průběhu 70. let 20. století upevnila pozici monetarismu v teorii a zvýšil se jeho vliv na formování hospodářské politiky. V téže

¹⁸ SOJKA, Milan. *Dějiny ekonomických teorií*. 1. vyd. Praha: Havlíček Brain Team, 2010, s. 387. ISBN 978-80-87109-21-2.

době vznikla nová teoretická koncepce pojmenována jako **nová klasická makroekonomie**, která byla často označována jako monetarismus II nebo neomonetarismus, jelikož převzala mnoho teoretických úvah z Friedmanovského monetarismu. Do moderní ekonomie zavedla nový prvek, kterým je **hypotéza racionálních očekávání**. Dále pracovala s neutralitou peněz i v krátkém období a peníze jsou neutrální pouze, když překvapené ekonomické subjekty vytvoří společně nesprávná racionální očekávání.

Teoretické koncepce jsou založeny na předpokladu dokonale pružných cen, tržní ekonomiku považují za přirozeně stabilní a hospodářská politika může být buď neúčinná, nebo může způsobovat exogenní šoky. Ve svém vývoji prošla dvěma etapami, první je označována jako nová klasická makroekonomie I a druhá jako nová klasická makroekonomie II, která se vyznačuje rozvojem teorií reálného cyklu.

Hypotéza racionálních očekávání, kterou jako první publikoval v roce 1961 John Muth, tvrdí, že hospodářské subjekty tvoří svá očekávání racionálním způsobem, neboli se snaží co nejvíce využít všech dostupných informací. Tyto subjekty dělají v předpovědích pouze náhodné chyby, z kterých se poučí a nedopouštějí se systematického opakování chyb. Právě tyto očekávání jsou důležitou součástí rozhodovacích procesů a také existuje důležitý poznatek, že veřejnost bude brát při svém rozhodování v úvahu opatření hospodářské politiky státu a adekvátně na ně reagovat.

Teoretické koncepce nové klasické makroekonomie jsou rozvíjeny v podobě modelů zaměřujících se na zkoumání průmyslového cyklu, nezaměstnanosti, inflace a důsledku opatření hospodářské politiky. Jednou z významných oblastí použití těchto modelů je **problematika trhu práce a nezaměstnanosti**, jež je spjata s novou interpretací Phillipsovy křivky, která je založena na Friedmanově a Phelpsově hypotéze přirozené míry nezaměstnanosti. Lucas reformuloval Phillipsovu křivku do podoby funkce agregátní nabídky¹⁹.

Podle Lucase je téměř veškerá nezaměstnanost **dobrovolná** a tvrdí, že při tvorbě racionálních očekávání bude tržní ekonomika vytvářet dlouhodobě **přirozenou míru nezaměstnanosti**. Ke vzniku vyšší nebo nižší míry může dojít jen při nesprávných očekáváních. **Reálně tedy existuje pouze dlouhodobá Phillipsova křivka ustálená na přirozené míře nezaměstnanosti**, které je označována jako pravdivá Phillipsova křivka

¹⁹ SOJKA, Milan. *Dějiny ekonomických teorií*. 1. vyd. Praha: Havlíček Brain Team, 2010. 541 s. ISBN 978-80-87109-21-2.

a krátkodobá Phillipsova křivka je označována za jevovou Phillipsovu křivku, protože vzniká při nesprávných racionálních očekáváních.

Nová klasická makroekonomie se vyznačuje odmítavým postojem k zásahu státu do ekonomiky, jelikož krátkodobá stabilizační ekonomika má neutrální až destabilizační důsledky. Vláda tedy může účinně ovlivnit vývoj reálných ekonomických veličin pouze tím, že bude záměrně vytvářet u hospodářských subjektů mylná očekávání. Doporučení nové klasické makroekonomie je podobné doporučením Milтона Friedmana a tvrdí, že všechny formy hospodářské politiky by měly mít povahu jasných, jednoduchých a stálých pravidel.

Teorie reálného hospodářského cyklu vysvětluje hospodářský cyklus reálnými šoky nabídkové povahy, a proto je naprosto potlačena stabilizační makroekonomická hospodářská politika. Stejně jako hospodářská politika, tak i monetární politika by měla mít podobu pravidel a měla by být dostatečně **transparentní a důvěryhodná**. Argumentaci koncepcí nové klasické makroekonomie oslabilo od poloviny 80. let 20. století významně se zvyšující nestabilita finančních trhů, kterou tyto teorie nebyly schopny vysvětlit, natož formulovat účinná opatření vedoucí k stabilizaci finančních trhů.

Neúspěch monetární politiky, jež byla založena na Friedmanovském monetarismu, jehož snaha o přímou determinaci množství peněz v oběhu skončila neúspěchem, a škle racionálních očekávání, vedl k hledání nové podoby monetární politiky a jejího teoretického zdůvodnění. Právě **noví keynesovští ekonomové** v průběhu 70. let 20. století začali hledat přesvědčivé teoretické zdůvodnění přechodu k monetární ekonomice zaměřené na stabilizaci inflace v daném intervalu pomocí přizpůsobování úrokových sazeb. Postupně se na těchto základech vyvinula monetární politika založena na **cílování inflace**, praktikována mnoho vyspělými tržními ekonomikami.

V ekonomické teorii hlavního proudu se v 90. letech 20. století vytvořil **nový konsensus** v monetární teorii a politice, jenž teoreticky zdůvodňoval **cílování inflace**. Právě změny úrokových sazeb vedou k neinflačnímu vývoji agregátní poptávky, a proto se nám může cílování inflace jevit i jako monetární politika jemného doladování agregátní poptávky v zájmu splnění stanoveného inflačního cíle.

Toto doladování je stavěno na **Phillipsově křivce** interpretované jako vztah mezi inflací a produkční mezerou a zahrnující inflační očekávání. Můžeme hovořit o nahrazení

modelu peněžní nabídky či **paradigmatu LM** paradigmatické reakční funkce založené na úrokové sazbě nebo **paradigmatem pravidla monetární politiky**²⁰.

Toto nové paradigma má tři charakteristické rysy. Konečným determinantem cenové hladiny i míry inflace je monetární politika. Nástrojem monetární politiky je krátkodobá nominální úroková sazba a centrální banka jejími změnami reaguje na poptávkové či nabídkové šoky. Mechanismus, pomocí kterého se ekonomika přizpůsobuje a dosahuje nové rovnováhy se stabilní mírou inflace, je vyjádřen pravidlem úrokové sazby.

Toto paradigma tvrdí, že **aktivní monetární politika** je lepší než pasivní. Podle tohoto přístupu centrální banka nemůže kontrolovat inflaci přímo a musí tak činit nepřímo přes ovlivňování agregátní poptávky, přičemž vychází z teze, že inflace je ovlivněna produktem prostřednictvím **Phillipsovy křivky**. Phillipsovu křivku můžeme zapsat následovně:

$$\pi = b_1 y^g + b_2 \pi_{-1} + b_3 E_t(\pi_{+1}) + s_2, \quad (2.6)$$

kde y^g značí mezeru výstupu, π je míra inflace, s_2 je stochastický neboli náhodný šok, b_1 , b_2 a b_3 jsou koeficienty, které vyjadřují citlivost míry inflace na mezeře produktu a inflaci v běžném období a očekávané inflaci a E_t vyjadřuje očekávání tvořená v čase t .

Většina nových keynesovců vidí v existenci nepružných cen a mezd **příčinu ne-neutrality peněz v krátkém období**, přičemž někteří připouštějí existenci krátkodobé přímo-úměrné závislosti produktů a inflace, avšak zároveň platí, že produkt je nepřímo-úměrně závislý na úrokových mírách, a proto se v modelových výkladech stále používá křivka IS. Pravidlo monetární politiky je vyjádřené křivkou MR, která nahradila křivku LM. Model IS-LM byl tedy v učebnicovém výkladu nahrazen **modelem IS-PC-MR**, kde křivka PC vyjadřuje výše uvedenou interpretaci Phillipsovy křivky.

Stejně jako předchozí ekonomické školy, tak i noví keynesovci, se ztotožňovali s názorem, že pro dobrou ekonomickou výkonnost je důležitá nízká a co nejstálější míra inflace, přičemž je zdůrazněn zejména negativní dopad nákladů způsobený **neanticipovanou inflací**, vedoucí např. k nahodilému přerozdělování důchodů, deformaci struktury cen a dalších vlivů, které v důsledku snižují ekonomickou výkonnost.

V pojetí nových keynesovců je **primárním dlouhodobým cílem monetární politiky udržení nízké míry inflace**. Tohoto cíle má být dosaženo pomocí čtyř různých režimů monetární politiky²¹:

²⁰ CARLIN, Wendy a David SOSKICE. *Macroeconomics. Imperfections, Institutions and Policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006. 810 s. ISBN 978-0198776222.

- cílování měnového kurzu, např. Velká Británie v letech 1990 – 92,
- cílování množství peněz v oběhu, např. Velká Británie v letech 1976 – 87,
- explicitní cílování inflace, např. Velká Británie od roku 1992,
- implicitní cílování inflace, např. FED od počátku 90. let 20. století.

Všechny režimy mají své výhody a nevýhody, avšak nejhorší praktické výsledky měly pokusy o **cílování peněžních agregátů** stavěných na Friedmanovském monetarismu a právě tento režim je již monetární politikou zcela opuštěn.

Od začátku 90. let 20. století přibývalo zemí používajících různé formy cílování inflace ve spojení s **postavením centrální banky jakožto nezávislé instituce sledující měnové cíle**. Je žádoucí co nejdůvěryhodnější a nejtransparentnější chování centrální banky, a proto se pojí cílování inflace s veřejným vyhlášením inflačního cíle. Podle nového konsensu je žádoucí velmi nízká míra inflace, ideálně v rozmezí **1 - 3 %**.

Největším problémem tohoto přístupu je nutnost stanovení inflačních cílů na základě co nejlepších **prognóz budoucího makroekonomického vývoje**. Tyto prognózy při významných změnách v chování ekonomiky selhávají a inflační cíl se stává nedosažitelným. Za jeden ze stěžejních předpokladů úspěšného cílování inflace noví keynesovci považují **kázeň při uplatňování fiskální politiky**, jelikož vysoké rozpočtové deficity a akumulace veřejných dluhů brání důvěryhodnost uplatňování režimů cílování inflace.

Dle většinového názoru nových keynesovců cílování inflace vyžaduje plovoucí měnové kurzy, čímž se zvyšuje účinnost monetární politiky, která by měla být hlavním nástrojem aktivní politiky makroekonomické stabilizace ekonomiky, přičemž role fiskální politiky má o mnoho menší význam a je spojena právě s výše zmíněným udržováním nízkého deficitu veřejných rozpočtů a nízkým veřejným dluhem.

Stěžejním nástrojem monetární politiky by mělo být **pravidlo monetární politiky**, které využívá jako nástroj makroekonomické stabilizace krátkodobé úrokové sazby, a které můžeme definovat jako předpis, který stanoví, jak se nástroje politiky jako monetární báze nebo sazba federálních fondů, mění v reakci na vývoj ekonomických proměnných. Pravidlo monetární politiky může nabývat různých podob v závislosti na struktuře ekonomiky nebo představě transmisním mechanismu monetární politiky a při jeho odvozování se používají různé typy makroekonomických modelů popisujících makroekonomické vztahy v ekonomice.

²¹ SNOWDON, Brian and Howard R. VANE. *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development And Current State*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 2005. 803 s. ISBN 978-1845422080.

Problémem může být zohlednění nedokonalých informací, kdy se model stane příliš komplikovaným a volba pravidla monetární politiky nemá racionální opodstatnění.

Cílování inflace pracuje s tezí, že dokonce i velmi nízké míry inflace jsou škodlivé a právě nízká míra inflace je důležitá pro přívětivou makroekonomickou výkonnost. Zavedení pravidla monetární politiky mění chování ekonomických subjektů, kdy např. měna může reagovat na zvyšující se míru inflace, což se např. v podmínkách plovoucího kurzu projeví depreciací národní měny. V novém konsensu je hlavním nástrojem monetární politiky krátkodobá úroková sazba centrální banky, jež je determinována exogenně, čímž peněžní nabídka nabývá endogenní povahy.

Závěrem se dá říci, že cílování inflace založené na novém konsensu přináší neadekvátní důraz na potlačování inflace na úkor hospodářského růstu a zaměstnanosti²².

2.3 Pilíře cílování inflace

Cílení inflace spočívá na dvou pilířích, a to na explicitním inflačním cíli a vysoké transparentnosti odpovědnosti centrální banky. Jako nejdůležitější vlastnost režimu inflačního cíle lze označit důraz na transparentnost a odpovědnost centrální banky. Transparentní měnová politika značí, že oznámení o změnách oficiální úrokové míry nejsou pro trh překvapením.

2.3.1 Explicitní inflační cíl

Mezi hlavní znaky cílení inflace se řadí veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů centrální bankou. Tento cíl je často vyhlášován ve spolupráci s ministerstvy financí či jinými centrálními autoritami. Centrální banka takto projevuje svůj závazek vůči veřejnosti. Inflační cíl se má vyskytovat dostatečně nad nulou, jinak by mohl zemi zavést do deflace. Inflační cíl ve vyspělých zemích obvykle dosahuje inflačního cíle v rozmezí 2 až 3 %.

Cíle bývají většinou vymezeny ke konkrétnímu období, mohou se ale také vyskytovat intervaly v podobě průběžného klesajícího nebo horizontálního pásma. Veřejně je taktéž vyhlášeno odhodlání týkající se dlouhodobé cenové stability. Hovoříme zde tedy o aktivním a přímém formování očekávání inflace. Inflační pásmo je nutno zveřejňovat a výsledky porovnávat proti plánu. Jako výhodu tohoto přístupu lze označit omezení nejistoty.

²² SOJKA, Milan, ref. 19

Domácnostem i firmám je známo, že pokud inflace překročí určitou hranici, např. 3 %, centrální banka zakročí a přiškrtí růst.

Inflační cíl se nepovažuje za pevné pásmo, kde inflaci v každém období lze nalézt. Centrální banka totiž nemá vždy vliv na všechny položky, které jsou zahrnuty do indexu spotřebních cen. Z tohoto důvodu některé banky cílí index spotřebních cen, z kterého vyloučí položky, jejichž vývoj cen podlehne vlivu vnějších faktorů, které měnová politika nemůže ovlivnit. Takovou inflaci pak lze nazvat jádrovou inflací nebo čistou inflací.

2.3.2 Transparentnost a odpovědnost centrální banky

Dalším hlavním znakem cílení inflace je vysoká transparentnost a odpovědnost centrální banky. Transparentnost a odpovědnost centrální banky patří mezi nejdůležitější vlastnosti režimu inflačního cíle. Transparentnosti centrální banky je kladen veliký důraz, jelikož snižuje nejistotu o stavu měnové politiky, pomáhá měnit chování veřejnosti směrem k podpoře cílů měnové politiky a nastavuje disciplínu nad operacemi centrální banky na trhu a činí tak centrální banku na odpovědnější za úspěch těchto operací.

Transparentní měnovou politikou se rozumí oznámení o změnách oficiální úrokové míry, které nejsou pro trh žádným překvapením. Zprávy by měly být o hospodářské statistice. Trh je poté schopen předpovědět reakci orgánu, který je odpovědný za krátkodobou úrokovou míru. Opačnou měnovou politikou se naopak rozumí to, že měnová politika neodpovídá hospodářskému vývoji a závěry odpovědného orgánu jsou velmi špatně předpověditelné. Pokud jsou rozhodnutí měnové politiky náhodná, lze hovořit o extrémním případě, kdy zprávy o hospodářství mají velmi malý dopad na krátkodobé úrokové míry a více zpráv se bude věnovat rozhodnutím odpovědného orgánu. Transparentností se tedy rozumí měnová politika, která je dobře předpověditelná²³.

2.4 Shrnutí

Tato kapitola byla zaměřena na teoretické aspekty cílování inflace. Byly v ní popsány pojmy, jako např. samotná inflace, deflace, dezinflace, akcelerující inflace, stagflace a slumpflace, jež jsou postupně vysvětleny. Inflace může být měřena pomocí různých indexů. Mezi nejpoužívanější řadíme index spotřebitelských cen a implicitní cenový deflátor. Lze rozlišit několik typů inflace, např. nabídkovou či poptávkovou inflaci. Je možné odlišit také druhy inflace, např. plíživou inflaci nebo hyperinflaci. Inflace je vnímána především

²³ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing, 2013. 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.

jako negativní jev, kde mezi negativní důsledky je možno řadit způsobenou ekonomickou a sociální nestabilitu, snížení kvality informací či náklady ošoupaných podrážek. Další podkapitola je věnována pojetím inflace v rámci ekonomických škol, od monetarismu až k novému konsensu nových keynesovců.

Mezi hlavní znaky cílení inflace lze řadit veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů centrální bankou. Dalším hlavním znakem cílení inflace je vysoká transparentnost a odpovědnost centrální banky. Transparentnost a odpovědnost centrální banky patří mezi nejdůležitější vlastnosti režimu inflačního cíle. Následující kapitola se bude zabývat měnovou politikou České národní banky v období 1997 – 2014. Kromě stručné charakteristiky ČNB zde budou popsány režimy měnové politiky a měnově-politické nástroje ČNB. Bude zde nastíněn průběh měnové krize v ČR a také reakce měnové politiky ČNB na dopady světové finanční a hospodářské krize.

3 Měnová politika ČNB v období 1997 - 2014

Tato kapitola se zaměřuje na měnovou politiku České národní banky. Je centrální bankou České republiky a jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. Lze rozlišit čtyři typy měnových režimů. Česká národní banka provádí měnovou politiku v režimu cílování inflace. Další podkapitola popisuje měnovou krizi, jež proběhla v České republice v roce 1997. O deset let později propukla světová a hospodářská krize a Česká národní banka byla jednou z prvních centrálních bank na světě, která na krizi reagovala uvolňováním měnové politiky. V poslední podkapitole se lze seznámit s měnově-politickými nástroji České národní banky. Od roku 2013 se Česká národní banka rozhodla začít využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky, používání tohoto kurzu neukončí dříve než v roce 2016.

Česká národní banka je zřízena Ústavou České republiky (ČR). Vykonává svou činnost v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb. o České národní bance²⁴ a dalšími právními předpisy. Nejvyšší řídicí orgán České národní banky (ČNB) je bankovní rada, jejímiž členy jsou guvernér, dva viceguvernéři a další čtyři členové jmenovaní prezidentem republiky na období šesti let. ČNB sídlí v Praze a dalších sedm regionálních poboček se nachází v Praze, Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a Ostravě.

ČNB určuje měnovou politiku, jejímž hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. Taktéž podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády, pokud však není tento vedlejší cíl v rozporu s hlavním cílem. Dále pak ČNB vykonává dohled nad finančním trhem, tzn. dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím a penzijním připojištěním, družstevními záložnami, devizový dohled a dohled nad institucemi elektronických peněz.

ČNB řídí peněžní oběh, má výhradní právo emitovat bankovky a mince. Řídí platební styk a zúčtování bank a podílí se na rozvoji platebních systémů. ČNB je ústřední bankou České republiky, poskytuje bankovní služby pro stát a veřejný sektor. Dále pak ČNB spravuje devizové rezervy státu a provádí operace na devizovém trhu. Reprezentuje Českou republiku na zasedáních různých mezinárodních institucí, např. Mezinárodního měnového fondu (MMF) či Evropské centrální banky (ECB). Má kompetence správního úřadu a samostatně hospodaří s majetkem, jenž jí byl svěřen státem²⁵.

²⁴ Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1993, částka 3, s. 035. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf

²⁵ ČNB. *Archiv mimořádných publikací. Historie a současnost České národní banky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-05-31]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/skladacka_CNB_neutral_CZ.pdf

3.1 Režimy měnové politiky

Hlavním cílem ČNB je péče o cenovou stabilitu. Při plnění této základní měnově-politické úlohy si centrální banka volí jeden ze čtyř základních typů režimů²⁶. Měnová politika centrálních bank se ve většině zemí provádí dle měnově politického režimu. Mezi základní režimy měnové politiky řadíme režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu a cílování inflace.

Režim s implicitní nominální kotvou se zaměřuje na cílování určité veličiny přijaté interně centrální bankou, nedochází k jejímu explicitnímu vyhlášení. Aby tento režim úspěšně fungoval, je podmínkou vysoká důvěryhodnost centrální banky, která umožní dostupnost žádoucích změn inflace a jejich očekávání i bez explicitních cílů.

Cílování měnové zásoby se soustřeďuje na tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Tento režim vychází z předpokladu, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní nabídky. Peněžní zásobu cílují především méně rozvinuté země, většinou v rámci podmínek, které jsou poskytnuty prostřednictvím MMF. Mezi tyto země se řadí Afgánistán, Argentina, Bangladéš, Burundi, Čína, Gambie, Guinea, Jemen, Keňa, Kongo, Kyrgyzstán, Madagaskar, Malawi, Mongolsko, Mozambik, Nigérie, Pákistán, Papua Nová Guinea, Paraguay, Rwanda, Seychely, Sierra Leone, Srí Lanka, Tádžikistán, Tanzánie, Uganda, Ukrajina, Uzbekistán a Zambie²⁷.

V režimu **cílování měnového kurzu** se centrální banka snaží pomocí změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zaručit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, a tak z této země „importovat“ cenovou stabilitu. Jako záruka udržení daného měnového kurzu je nezbytná vhodná kombinace hospodářských politik, které zajišťují nízký inflační diferenciál vůči kotevní zemi, přijatelné devizové rezervy, udržení konkurenceschopnosti a úplné důvěryhodnosti země včetně jejího institucionálního a právního rámce a politické stability. Nevýhodou cílování měnového kurzu je ztráta autonomie měnové politiky.

U **cílování inflace** centrální banka s předstihem zveřejní inflační cíl (či posloupnost cílů), o který bude usilovat. V tomto případě hovoříme o aktivním a přímém formování

²⁶ ČNB. *Cílování inflace v ČR*. [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-04-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

²⁷ ČNB. *Makroekonomický vývoj v ČR a měnová politika ČNB* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20140303_plzen.pdf

inflačních očekávání. Cílování inflace řadí do svého rozhodovacího schématu podstatně větší množství informací nežli pouze měnový kurz nebo peněžní agregáty. Jedná se např. o trh práce, dovozní ceny, ceny výrobců, mezeru výstupu, nominální a reálné úrokové sazby, nominální a reálný měnový kurz, hospodaření veřejných rozpočtů apod²⁸. Režim cílování inflace mimo Českou republiku využívá např. Albánie, Arménie, Austrálie, Brazílie, Filipíny, Ghana, Gruzie, Guatemala, Chile, Indonésie, Island, Izrael, Jihoafrická republika, Jižní Korea, Kanada, Kolumbie, Maďarsko, Mexiko, Moldávie, Norsko, Nový Zéland, Peru, Polsko, Rumunsko, Slovensko, Srbsko, Švédsko, Švýcarsko, Thajsko, Turecko a Velká Británie²⁹.

Při plnění své základní měnově-politické úlohy si centrální banka volí jeden z několika možných měnově-politických nástrojů. Jedním ze čtyř základních typů těchto režimů je cílování inflace. Od roku 1998 ČNB provádí měnovou politiku v režimu cílování inflace. Mezi významné rysy cílování inflace patří střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle nebo poslušnosti cílů³⁰. V současné době je inflační cíl ČNB charakterizován jako sledování tzv. **celkové inflace** (tj. přírůstku indexu spotřebitelských cen), a to od roku 2002. Předtím byla inflace cílována jako tzv. **čistá inflace**. Ta se dala zjistit pomocí přírůstku cen v neregulované části spotřebního koše, který byl očištěn o vliv nepřímých daní, případně o rušení dotací.

Pro větší přehlednost jsou inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci uvedeny v tabulce 3.1 a cílové pásmo stanovené v celkové inflaci za období leden 2002 až prosinec 2005 v tabulce 3.2. Od ledna 2002 do prosince 2005 bylo vyhlášeno pásmo, které začalo v lednu 2002 na úrovni 3 – 5 % a bylo ukončeno v prosinci 2005 na úrovni 2 – 4 %. Pro období let 2006 až 2009 byl stanoven inflační cíl ČNB v podobě meziročního přírůstku CPI ve výši 3 %. ČNB se současně snaží o to, aby se skutečná hodnota inflace neodlišovala od cíle více než o jeden procentní bod (p. b.) na obě strany.

²⁸ ČNB. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menov_e_politiky.html

²⁹ ČNB, ref. 27

³⁰ ČNB, ref. 28

Tab. 3.1: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci

rok	výše	plnění k měsíci	stanoven
1998	5,5 – 6,5 %	prosinec 1998	prosinec 1997
1999	4 – 5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5 – 5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2 – 4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1 – 3 %	prosinec 2005	duben 1999

Zdroj: ČNB. *Cílování inflace v ČR*. [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-04-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html.

Skutečná inflace se od inflačního cíle může krátkodobě odchýlit, tzn., že inflační cíl ČNB je chápán jako střednědobý. Tato odchylka je zapříčiněna zejména exogenními šoky převážně na straně nabídky, na jejichž primární dopady ČNB nereaguje. Jsou zcela nebo ve značné míře mimo dosah opatření měnové politiky ČNB. Mezi tyto šoky můžeme zahrnout např. výrazné výkyvy světových cen energetických surovin, výkyvy ve vývoji cen zemědělských produktů, změny ve výši či struktuře nepřímých daní nebo změny regulovaných cen. Od ledna roku 2010 se inflační cíl změnil na 2 % míru inflace opět s odchylkami max. jeden p. b. na obě strany. Byl schválen v březnu roku 2007³¹.

Tab. 3.2: Cílové pásmo stanovené v celkové inflaci za období leden 2002 – prosinec 2005

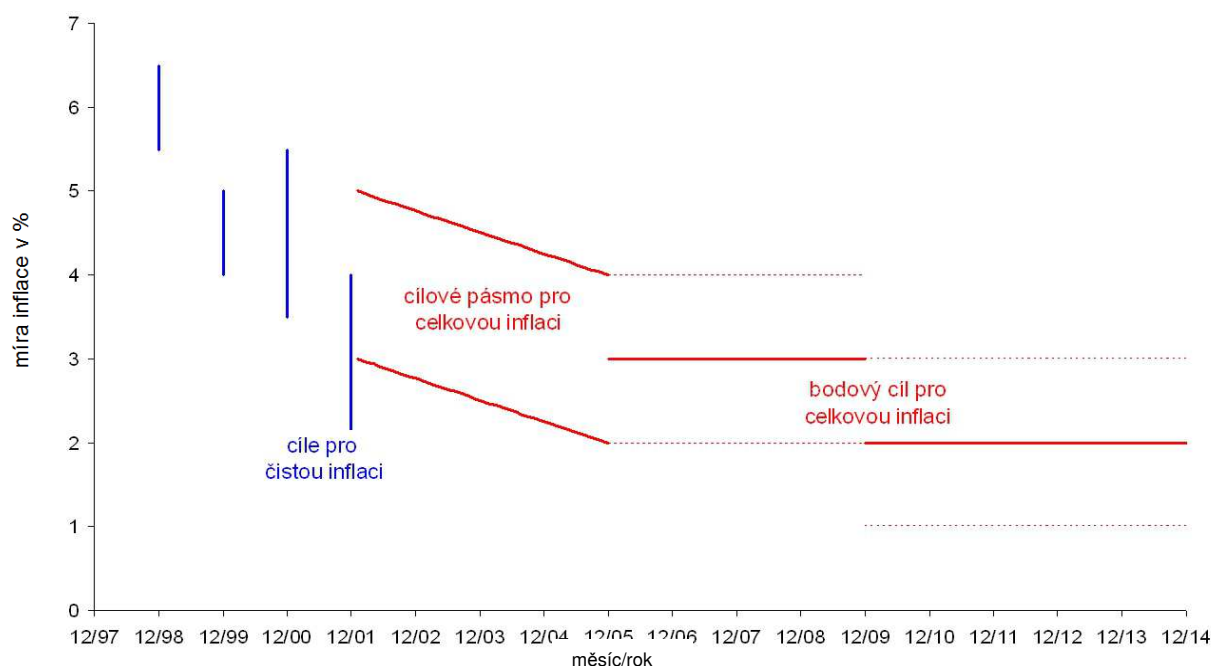
	pro měsíc	ve výši	plnění k měsíci	stanoveno
začátek pásma	leden 2002	3 – 5 %	leden 2002	duben 2001
konec pásma	prosinec 2005	2 – 4 %	prosinec 2005	

Zdroj: ČNB. *Cílování inflace v ČR*. [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-04-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

Z grafu 3.1 je patrné, že v období od prosince 1997 do prosince 2001 používala ČNB jako hlavní analytický i komunikační ukazatel inflace tzv. čistou inflaci v rámci cílování inflace. Střednědobý inflační cíl ČNB byl vyhlášen pro konec roku 2000 zároveň s oznámením přechodu k cílování inflace, a to v prosinci roku 1997. Tímto se ČNB zavázala působit měnovými nástroji tak, aby se čistá inflace pohybovala na konci roku 2000 v meziročním vyjádření v intervalu 3,5 – 5,5 %.

³¹ PLCHOVÁ, B., J. ABRHÁM a M. HELÍSEK. *Česká republika a EU*. 1. vyd. Praha: Agentura KRIGL, 2010. 206 s. ISBN 978-80-86912-39-4.

Graf 3.1: Vývoj inflačních cílů ČNB za období 1997 – 2014



Zdroj: ČNB. *Ekonomický vývoj na území České republiky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.historie.cnb.cz/cs/fotogalerie_menova_politika/kapitola_ii_8/kapitola_ii_8_1/fotoalbum/ii_8_1_inflacni_cile.jpg; vlastní úprava.

Pro lepší ukotvení inflačního očekávání byl ČNB zároveň vyhlášen inflační cíl pro konec roku 1998 v čisté inflaci v intervalu 5,5 – 6,5 %. V čisté inflaci byl také stanoven v listopadu roku 1998 pro rok 1999 a to v intervalu 4 – 5 %. V dubnu roku 1999 byla zveřejněna **Dlouhodobá měnová strategie**, díky níž byl formulován dlouhodobý cíl tzv. cenové stability v čisté inflaci pro konec roku 2005 v intervalu 1 – 3 % a v dubnu 2000 byl stanoven cíl pro konec roku 2001 a to na úroveň 3 %. V dubnu roku 2001 již bylo rozhodnuto o přechodu na cílování celkové inflace a k vyjádření cílové trajektorie v celkové inflaci prostřednictvím průběžného pásma.

Od ledna 2002 do prosince 2005 bylo vyhlášeno pásmo, které začalo v lednu 2002 na úrovni 3 – 5 % a bylo ukončeno v prosinci 2005 na úrovni 2 – 4 %. Od ledna 2006 byl vyhlášen inflační cíl ve výši 3 % s odchylkami max. jeden p. b. na obě strany. S platností od ledna 2010 vyhlásila ČNB nový inflační cíl ve výši 2 %. ČNB i nadále usiluje o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden p. b. na obě strany. Inflační cíl ve výši 2 % je aktuální i v současné době³².

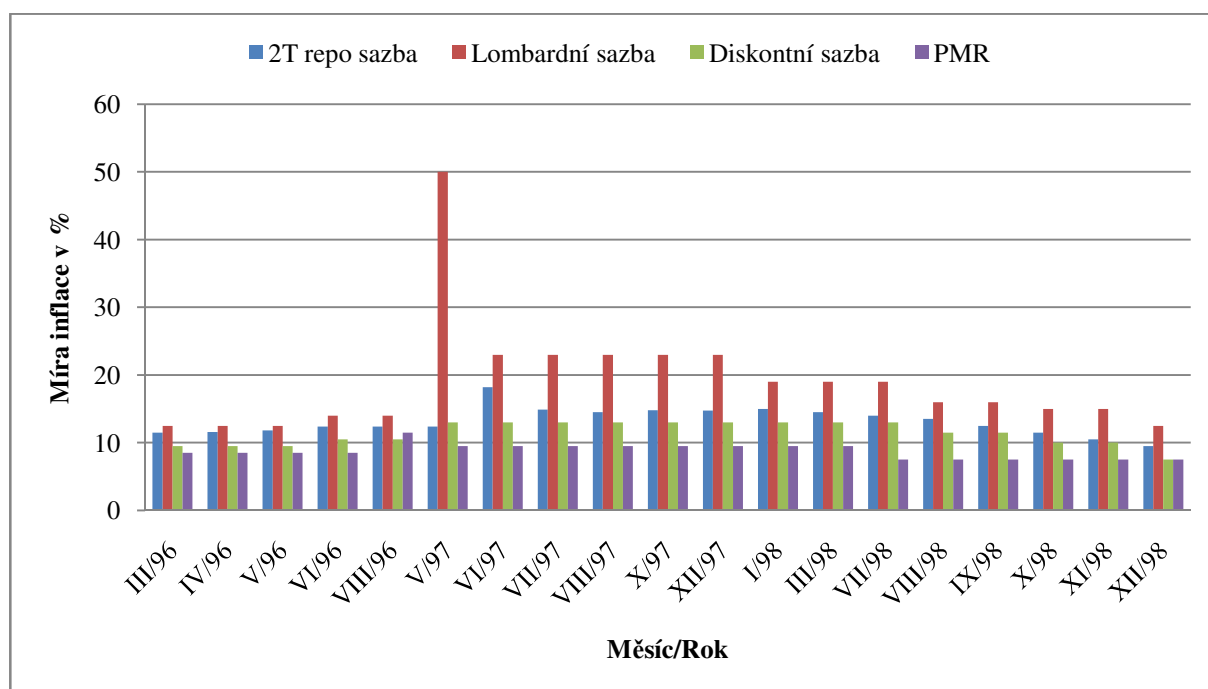
³² ČNB, ref. 28

3.2 Měnová krize v ČR

V historii proběhla celá řada měnových krizí. Na počátku 90. let 20. století byla věnována pozornost hned několika krizím, mezi něž lze zařadit např. krizi Evropského měnového systému v letech 1992 – 1993 nebo krizi v jihovýchodní Asii v letech 1997 – 1998. Česká republika si prošla nejvýznamnější měnovou krizí v roce 1997.

V polovině 90. let měla česká ekonomika poměrně vysoké tempo růstu HDP (5,9 % a 4,3 % v letech 1995 – 96), nízkou nezaměstnanost (okolo 4 %), snižující se, i přesto stále relativně vysokou inflaci (okolo 9 %) a relativně nízký deficit běžného účtu platební bilance. Ve srovnání se zahraničím měla relativně vysoká inflace také relativně **vysoké úrokové sazby**. PRIBOR³³ činil 10 – 12 % a úrokový diferenciál dosahoval 8 p. b. (ve vztahu k FIBOR³⁴) v letech 1994 – 96³⁵. V grafu 3.2 je znázorněn přehled vývoje úrokových sazeb a povinných minimálních rezerv ČNB v období 1996 – 1998.

Graf 3.2: Přehled vývoje úrokových sazeb a PMR za období 1996 – 1998



Zdroj: ČNB. *Měnověpolitické nástroje*. Historie nastavení základních měnověpolitických nástrojů [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/; vlastní úprava

³³ Prague InterBank Offered Rate, pražská mezibankovní nabídková sazba - jedná se o úrokovou sazbu, za kterou si banky navzájem poskytují úvěry na českém mezibankovním trhu

³⁴ Frankfurt/M. InterBank Offered Rate, frankfurtská mezibankovní nabídková sazba - úroková sazba, za kterou si banky navzájem poskytují úvěry na frankfurtském mezibankovním trhu.

³⁵ HELÍSEK, Mojžíř. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Institut integrace ČR do evropské a světové ekonomiky Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7.

Co se týče úrokových sazeb, tak nejvýraznější nárůst můžeme zaznamenat u lombardní sazby v květnu roku 1997, kdy ji ČNB zvýšila na 50 % a prováděla restriktivní měnovou politiku. Tato snaha o regulaci peněz v oběhu a zamezení půjček ostatních bank byla doprovázena nárůstem diskontní sazby a o měsíc později i nárůstem 2T repo sazby. Právě nárůst diskontní sazby měl motivovat komerční banky k uložení depozit. Lombardní sazba byla v červnu téhož roku snížena na 23 % a tuto hodnotu si držela půl roku. V prosinci 1998 již byla na hodnotě 12,5 %, což reflektuje zlepšený ekonomický stav a vymanění z recese. Obdobný klesající trend lze nalézt i u dalších dvou sazeb, přičemž 2T repo sazba klesala víc než diskontní sazba a obě byly v již zmíněném prosinci 1998 na nižší úrovni než v období před krizí.

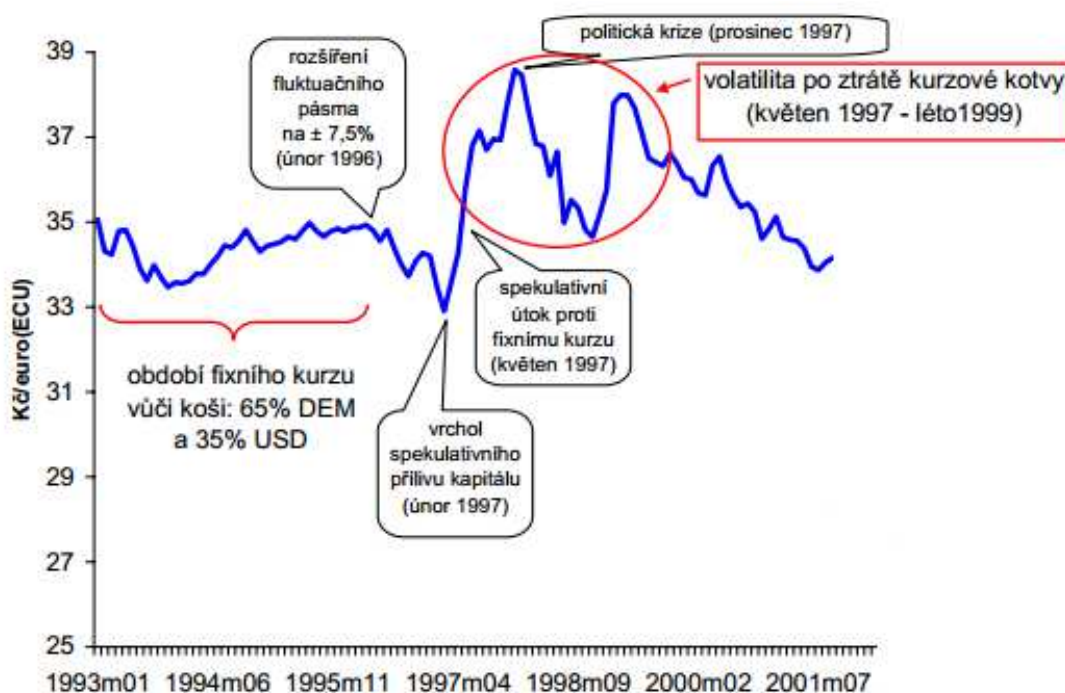
Význam sazby PMR jakožto měnového nástroje v průběhu druhé poloviny 90. let klesal a jejich snížení mělo odstranit znevýhodnění bank a posílit jejich konkurenceschopnost. ČNB je v květnu 1997 snížila z 11,5 % na 9,5 % a v následujícím roce formulovala střednědobý plán jejího snižování, který začala plnit, a v prosinci 1998 již byly na hodnotě 7,5 %, která platila již od července téhož roku³⁶.

V roce 1990 byl významně zjednodušen neprůhledný kurzový systém a hledala se optimální úroveň kurzu koruny. Byl udržován **režim fixního kurzu** ke koši pěti měn s největším podílem na obratu běžného účtu platební bilance³⁷ s pásmem oscilace 0,5 % na obě strany. V dubnu 1993 obsahoval koš jen dvě měny, německou marku a americký dolar (65 % DEM, 35 % USD). Ve vztahu k DEM byl kurz koruny téměř stabilní (18 CZK/1 DEM). Ve vztahu k USD však docházelo k mírnému zhodnocování kurzu koruny, a to před krizí z jara 1997. Z grafu 3.3 lze vyzorovat vývoj kurzu od roku 1993 až do roku 1999.

³⁶ ČNB. *Harmonizace povinných minimálních rezerv se standardy Evropské centrální banky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-10]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_duben/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_01_duben_p2.html

³⁷ ČNB. *Historie ČNB. Hledání optimální podoby a úrovně kurzu* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestě_ke_standardu_vyspelych_zemi/2_hledani_optimalni_podoby_a_urovne_kurzu/

Graf 3.3: Vývoj kurzu od roku 1993 do roku 1999



Zdroj: ČNB. M. Singer – *Měnový kurz a česká ekonomika* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20080117_appia.pdf; vlastní úprava

V říjnu 1995 byl realizován zřetelný krok v **liberalizaci mezinárodního pohybu kapitálu**. Jednalo se o rozšíření omezené vnitřní směnitelnosti koruny, což bylo spojeno do té doby s povinnou nabídkou získaných deviz centrální bance při fixním kurzu, omezenými přiděly deviz obyvatelstvu, devizovými povoleními ke kapitálovým transakcím a dalšími omezeními. Tyto tzv. devizové regulace se vztahovaly pouze na nebankovní subjekty, přičemž devizové transakce prováděné bankami v zásadě regulaci nepodléhaly.

Vysoký úrokový diferenciál, stabilní měnový kurz a liberalizace pohybu kapitálu vedly k silnému **přílivu kapitálu ze zahraničí** (zejména tzv. ostatního kapitálu s vrcholem v roce 1995). V roce 1996 již bylo zaznamenáno oslabení čistého přílivu kapitálu, což signalizovalo opatrnost investorů v souvislosti s rostoucím deficitem běžného účtu.

Následky přílivu kapitálu:

- růst peněžní zásoby a poskytnutého domácího úvěru,
- růst celkových domácích výdajů včetně růstu dovozu,
- udržování relativně vysoké inflace a tím již zmíněné relativně vysoké úrokové sazby a úrokový diferenciál,
- vysoká inflace ve srovnání se zahraničím.

S přílivem zahraničního kapitálu byla také spojena úvěrová expanze a s ní spojen vysoký objem „špatných“ klasifikovaných úvěrů. Svou roli zde sehrála propojenost bank a úvěrovaných podniků, nedostatečně náročné vyhodnocování úvěrovaných projektů či korupce. **Běžný účet platební bilance** vykazoval zhoršující se vývoj zejména v důsledku vývoje obchodní bilance. Rostoucí deficit běžného účtu dosáhl v roce 1996 8,6 % v poměru k HDP, což dokazovalo oproti roku 1995 výrazné zvýšení (2,9 % za rok 1995). Obavy z tohoto deficitu se zmírňovaly díky nízkým rozpočtovým schodkům.

Jak již bylo zmíněno, v únoru 1996 byla přijata opatření v kurzové oblasti. Měnový program ČNB stanovil pohyb přírůstků M2 v rozsahu cca 13 – 17 %, ve skutečnosti však přírůstky M2 přesahovaly záměry ČNB, pohybovaly se na úrovni 18 – 19 %. Reakcí ČNB na tento vývoj byla úroková politika. Postupně byly upravovány řídicí úrokové sazby a také byla provedena úprava povinných minimálních rezerv. Intervenční repo sazba činila k 9. 5. 1996 11,8 %, tj. zvýšení od počátku roku o cca 0,5 %. Jelikož i nadále přetrvával vysoký předstih domácí poptávky před nabídkou a tempem růstu peněžní zásoby, došlo k dalšímu zvýšení intervenční repo sazby o 0,6 na 12,4 p. b. od 21. 6. 1996. Diskontní sazba vzrostla z 9,5 % na 10,5 % a lombardní sazba z 12,5 % na 14 %. Také bylo rozhodnuto zvýšit povinné minimální rezervy z 8,5 % na 11,5 % s platností od 1. 8. 1996³⁸.

Deficit běžného účtu se i přesto snížit nepodařilo, a proto byl 16. 4. 1997 přijat **první „balíček“ stabilizačních opatření**, jednalo se o opatření „Korekce hospodářské politiky a další transformační opatření“, který zahrnoval mimo jiné snížení rozpočtových výdajů o 25 mld. Kč v průběhu 8 měsíců, snížení tempa růstu mezd ve vládou řízených institucích, restrikce dovozu spotřebního zboží v podobě dovozních depozit ve výši 20 % z ceny dovezeného zboží, urychlení privatizace bank či regulace kapitálového trhu. I přesto však dle hodnocení ČNB opatření vlády nebyla dostatečná a přišla pozdě. Již od začátku září 1996 byly vidět na vývoji měnového kurzu obavy finančních investorů z nadcházející devalvace. Tehdy začalo jeho postupné znehodnocování (cca z 26 na 31 CZK/1 USD do začátku května 1997, tj. o 20 %).

Podle výzkumů krizím předcházejí i tzv. **fundamentální ukazatele**, které se v české ekonomice taktéž zhoršovaly³⁹. V následující tabulce 3.3 lze vidět vybrané ukazatele

³⁸ ČNB. *Výroční zpráva 1996* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_1996.pdf

³⁹ HELÍSEK, Mojmír. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Institut integrace ČR do evropské a světové ekonomiky Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-82-7.

ekonomiky ČR pro období 1993 - 1999. V tabulce je vyjádřeno např. zpomalení růstu exportu nebo zpomalení růstu HDP.

Tab. 3.3: Vybrané ukazatele ekonomiky ČR v období 1993 - 1999

Ukazatel	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Běžný účet/HDP (v %)	1,3	-1,9	-2,5	-6,7	-6,3	-2,1	-2,5
Příliv kapitálu (v mil. USD)¹⁾	719	1284	3770	3028	2412	437	1266
Saldo SR/HDP (v %)	0,1	0,9	0,9	-0,1	-0,9	-1,5	-1,5
Zahr. dluh HNP (v %)⁶⁾	26,3	26,0	31,2	35,2	44,2	43,3	42,5
Dluh. služba/export (v %)⁷⁾	7,2	11,5	8,2	8,4	14,5	14,2	16,7
Domácí úvěr (v %)²⁾	-	12,2	5,0	2,6	1,2	-13,1	-7,2
Export (v mld. USD)³⁾	-	12,2	34,5	2,2	1,7	16,0	1,4
HDP (v %)	0,1	2,2	5,9	4,2	-0,7	-1,1	1,2
Inflace (v %)⁴⁾	20,8	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1
Nezaměstnanost (v %)⁵⁾	4,3	4,3	4,0	3,9	4,8	6,5	8,7

Poznámky:

¹⁾ Portfoliové dluhové investice (pasiva) a ostatní investice – závazky bank, roční změna.

²⁾ Roční tempo růstu domácího úvěru soukromému sektoru (reálně, inflace pomocí CPI).

³⁾ Export zboží. Roční změny (v %).

⁴⁾ CPI, roční průměr, v %.

⁵⁾ Standardizovaná míra nezaměstnanosti (%), roční průměr.

⁶⁾ Hrubý zahraniční dluh.

⁷⁾ Export zboží, služeb, příjmy pracovníků ze zahraničí a důchody z investic.

Zdroj: HELÍSEK Mojmir. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Institut integrace ČR do evropské a světové ekonomiky Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. ISBN 80-86419-82-7.

Zhoršení uvedených ekonomických veličin vypovídá o krizi v předkrizovém období, jež byla vyvolána právě fundamentálními příčinami. Impulsy, tedy spouštěcími mechanismy, jež nakonec vedly k „útoků“ na kurz koruny, tj. zbavování se korunových aktiv ve prospěch deviz, byly podle ČNB následující tři okolnosti:

- nepříznivé zprávy o vývoji české ekonomiky v prvním čtvrtletí 1997 (zpomalení růstu HDP, zhoršení obchodní bilance, vysoký rozpočtový deficit),
- vnitropolitické problémy (zhoršující se vztahy mezi stranami vládní koalice),
- první květnové útoky na měny v oblasti jihovýchodní Asie (nejsilněji na měnu thajskou), které později od července vyústily do řady měnových krizí.

Vláda na měnovou krizi reagovala přijetím tzv. **druhého „balíčku“ stabilizačních opatření**, jednalo se o tzv. Stabilizační a ozdravný program vládní koalice z 28. 5. 1997, jehož obsahem bylo další snížení rozpočtových výdajů, podpora restriktivní politiky ČNB v boji s inflací a s deficitem běžného účtu, omezení dovozu financovaných z rozpočtů,

prosazování mzdové zdrženlivosti v tripartitních jednáních, zmrazení objemu mezd v rozpočtové sféře aj.

Lze konstatovat, že měnová krize nebyla zvlášť výrazná, jak svou hloubkou, tak ani svou délkou. Její dopady nebyly ani příliš dramatické. Příliv přímých zahraničních investic během krizového roku 1997 nepoklesl a od roku 1998 pokračoval v předchozím rostoucím trendu. K přehodnocení dosavadního ratingu ČR také nedošlo. ČNB také nemusela žádat o oficiální pomoc v zahraničí⁴⁰.

3.3 Reakce měnové politiky ČNB na dopady světové finanční a hospodářské krize

V roce 2008 a v letech následujících si cílování inflace prošlo zřejmě svou nejtěžší zkouškou. Světová finanční a hospodářská krize se v české ekonomice projevila zejména prostřednictvím poklesu zahraniční poptávky. Důsledkem bylo omezení českých vývozu a následně i ekonomického růstu a zaměstnanosti. Z důvodu zvýšené averze vůči riziku se zvýšila volatilita kurzu koruny i riziková prémie stejně jako u ostatních měn zemí ve střední Evropě, jelikož zahraniční investoři dostatečně nerozlišovali mezi jednotlivými zeměmi regionu.

ČNB byla jednou z prvních centrálních bank na světě, která reagovala na propukající krizi uvolňováním měnové politiky. K postupnému snižování svých úrokových sazeb přistoupila ČNB v srpnu 2008. I přesto však tato opatření nedokázala zabránit propadu ekonomické aktivity a nárůstu nezaměstnanosti v následujícím roce a docílila jen pozvolného zlepšování situace v dalším období. ČNB reagovala na „zamrznutí“ peněžního trhu 15. října 2008 zahájením tzv. dodávacích repo operací, které poskytly likviditu potřebným bankám. Specifickým úkolem těchto dodávacích operací bylo mj. zprůchodnit zamrzající sekundární trh s vládními dluhopisy, hlavním nástrojem měnové politiky zůstaly tzv. stahovací repo operace. I když banky využívaly možnost k získání likvidity jen zřídka, její existence vedla ke zklidnění situace na bankovním trhu. Tyto transakce měly obvykle dvoutýdenní splatnost a byly zajištěny státními dluhopisy ČR. Během krize disponoval český bankovní sektor značným přebytkem likvidity, jež ČNB od bank pravidelně stahuje.

Výhodou české ekonomiky se ukázal být plovoucí kurz koruny. V reakci na příchod krize oslabil, a tím pomohl ekonomice se lépe vypořádat s poklesem poptávky a klesajícími cenami. Finanční systém byl i přes určité problémy nadále stabilní a transmise úrokových

⁴⁰ HELÍSEK Mojmír, ref. 39

sazeb zůstala funkční. Finanční krize vedla ke zvýšení důrazu na propojování měnové politiky ČNB s otázkami finanční stability ekonomiky ČR.

V důsledku pokračující ekonomické stagnace, růstu nezaměstnanosti a poklesu inflace byla na podzim roku 2012 ČNB donucena snížit měnově-politické úrokové sazby až k tzv. technické nule. Později se však ukázalo, že je potřeba dalšího uvolnění měnové politiky, bez něhož hrozilo, že se ekonomika ČR dostane do dlouhodobé deflace. V roce 2013 proto ČNB rozhodla začít využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky. Z důvodu oslabení kurzu hrozba dlouhodobé deflace pominula a ekonomika se vrátila k růstu⁴¹.

3.4 Měnově-politické nástroje ČNB

Měnová politika patří do oblasti ekonomické politiky usilující o dosažení ekonomicko-politických cílů, které působí zejména na nabídku peněz a výši úrokové míry. Hlavní místo v měnové politice zaujímá centrální banka. Na obrázku 3.1 lze vidět schéma nástrojů a cílů měnové politiky a jejich vzájemné působení.

Obr. 3.1: Nástroje a cíle měnové politiky



Zdroj: JUREČKA, V. et al. *Makroekonomie*. 2. aktualizované vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 342 s. ISBN 978-80-247-4386-8; vlastní úprava.

Měnově-politické nástroje lze dělit na **přímé** (administrativní) a **nepřímé** (tržní). Mezi přímé nástroje lze zařadit například stanovení limitů úrokových sazeb nebo stanovení úvěrových stropů, tzn. maximálních objemů úvěrů, jež jsou banky schopny poskytnout. Tyto nástroje se v tržních ekonomikách uplatňují co nejméně.

⁴¹ ČNB. *Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-03-06]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_svetove_financni_a_hospodarske_krize/

Naopak nástroje nepřímé jsou uplatňovány mnohem častěji. Působí na všechny subjekty peněžního, resp. finančního trhu plošně a svobodu jejich rozhodování neomezují natolik jako nástroje přímé. Hlavní nepřímé nástroje jsou operace na volném trhu, diskontní politika a změny míry povinných minimálních rezerv. Dále se také k těmto nástrojům řadí intervence na devizových trzích. Jejich cílem je regulace kurzu národní měny ve vztahu k měnám zahraničním⁴².

3.4.1 Operace na volném trhu

Operace na volném trhu regulují vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Operace na volném trhu se dělí z hlediska cíle a pravidelnosti. Hlavní měnový nástroj má podobu **repo operací**, jež jsou prováděny formou tendrů. ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a bankám odevzdává dohodnuté cenné papíry. Základní doba trvání těchto repo operací je 14 dní. Z hlediska měnové politiky je chápána jako dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba).

Česká národní banka přijímá přednostně nabídky, které požadují nejnižší úrokovou sazbu, a to až do výše predikovaného přebytku likvidity na daný den. ČNB tak jedná dle americké aukční procedury. Pokud nastane situace, že objem objednaný bankami přesáhne predikovaný přebytek likvidity, tak ČNB nabídky za nejvyšší sazby proporcionálně zkrátí nebo zcela odmítne. Repo tendr se obvykle provádí třikrát týdně a je vyhlášován kolem 9:30 hod.

Dále může ČNB využívat doplňkový měnový nástroj, který má podobu **tříměsíčního repo tendru**, ve kterém ČNB přijímá likviditu po dobu 3 měsíců. Stejně jako dvoutýdenní repo tendr, taktéž tříměsíční repo tendr probíhá dle americké aukční procedury. Tříměsíční repo sazba používaná pro tento tendr, není sazbou ČNB, jde o sazbu peněžního trhu, která je aktuální v době vypsání tendru. V současné době se tento tendr nevyužívá. Poslední tříměsíční repo tendr byl vypsán v lednu 2001.

3.4.2 Automatické facility

Automatické facility slouží k ukládání či poskytování likvidity přes noc, tzv. overnight (O/N). V rámci bank se jedná o nepřetržitou možnost zapůjčení či uložení peněz, kdy úrokové sazby těchto dvou facility tvoří rozmezí, ve kterém se pohybují krátkodobé sazby na peněžním trhu.

⁴² JUREČKA, V. et al., ref. 10

Depozitní facilitata dává bankám možnost uložit si přes noc u ČNB svou přebytečnou likviditu bez zajištění. Depozita jsou úročeny pomocí diskontní sazby. Ta pak představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Marginální zápůjční facilitata dává možnost bankám půjčit si přes noc od ČNB formou repo operace likviditu. V rámci této facility jsou finanční prostředky úročeny prostřednictvím lombardní sazby. Z důvodu trvalého přebytku likvidity je tato facilitata bankami využívána minimálně. Lombardní sazba je horní mezí pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

ČNB zavedla v roce 2008 **mimořádné dodávací repo operace** se splatností dva týdny a tři měsíce. Cílem bylo podpořit fungování domácího finančního trhu během globální finanční krize. Tyto tříměsíční repo operace byly zrušeny ke konci roku 2010. Od ledna 2011 byla zachována pouze **dvou týdenní dodávací repo operace**⁴³.

3.4.3 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou obecně jedním ze základních nástrojů měnové politiky, díky nimž centrální banka ovlivňuje objem likvidity, tedy volných prostředků v bankovním systému. V současnosti v našich podmínkách výrazného přebytku likvidity však tato role ustupuje do pozadí a povinné minimální rezervy **slouží jako rezerva prostředků pro hladký průběh mezibankovního platebního styku**.

Dle zákona o ČNB je každá banka včetně stavebních spořitelů, pobočka zahraniční banky, která obdržela v České republice bankovní licenci nebo se rozhodla v České republice podnikat na základě tzv. „Jednotné licence“ a od 1. 1. 2012 i družstevní záložna povinna držet na svém účtu u ČNB povinné minimální rezervy. Předepsaný objem povinných minimálních rezerv je stanoven na 2 % ze základny pro výpočet povinných minimálních rezerv.

3.4.4 Devizové intervence

Devizovými intervencemi se rozumí **nákup či prodej cizí měny za českou korunu ČNB na devizovém trhu**. Cílem je buď tlumení volatility na devizovém trhu, nebo uvolnění, popř. zpřísnění měnové politiky⁴⁴.

⁴³ ČNB. *Parametry dodávací repo operace* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/parametry_dodavaci_repo.html

⁴⁴ ČNB. *Měnově politické nástroje* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

ČNB zahájila devizové intervence 7. listopadu 2013. Použití devizových intervencí jako vhodného nástroje proti deflačním rizikům doporučila ČR i hodnotící komise Mezinárodního měnového fondu. O tom, že dalším případným nástrojem uvolnění měnové politiky po dosažení nulové spodní hranice úrokových sazeb bude kurz koruny, bylo rozhodnuto bankovní radou již na podzim roku 2012. V případě potřeby bude ČNB na devizovém trhu intervenovat na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.

ČNB naposledy intervenovala v roce 2002. Tehdejším cílem bylo zabránění zpříšňování měnových podmínek a snížení výrazné volatility kurzu koruny v podmínkách nenulových úrokových sazeb. V současné době jsou intervence prováděny s cílem uvolnit měnové podmínky prostřednictvím měnového kurzu a dosáhnout 2 % inflačního cíle v situaci, kdy úrokové sazby dosáhly svého technického omezení (technicky nulové hladiny) a není možné je dále snižovat ve snaze o další uvolnění měnové politiky⁴⁵.

ČNB používá kurz koruny jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. Používání tohoto kurzu jako nástroje měnové politiky neukončí dříve než v roce 2016⁴⁶.

Tab. 3.4: Aktuální nastavení základních měnově politických nástrojů k 1. 1. 2015

Úrokové sazby	Úroková sazba	Platí od
Dvoutýdenní repo operace – 2T repo sazba	0,05 %	2. 11. 2012
Depozitní facilita – diskontní sazba	0,05 %	2. 11. 2012
Marginální zápůjční facilita – lombardní sazba	0,25 %	2. 11. 2012
Povinné minimální rezervy	Sazba z primárních vkladů	Platí od
Banky	2,00 %	7. 10. 1999
Stavební spořitelny	2,00 %	7. 10. 1999

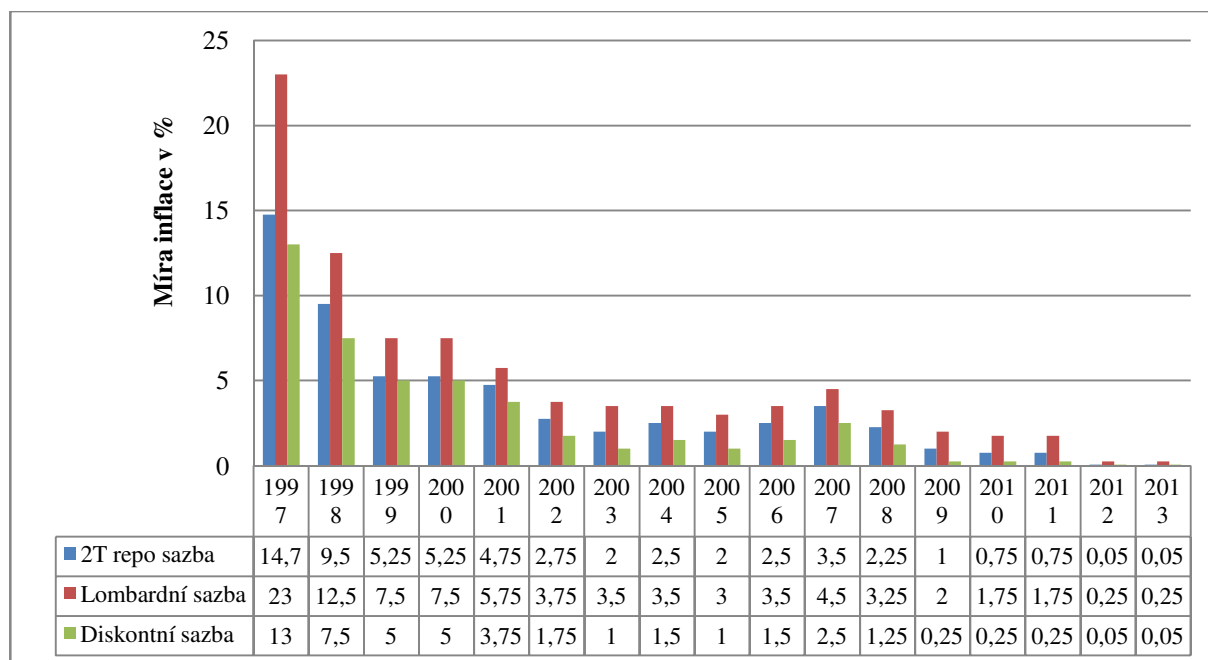
Zdroj: ČNB. *Měnově politické nástroje* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace; vlastní úprava.

⁴⁵ ČNB. *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

⁴⁶ ČNB. *Oslabení koruny* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/oslabeni_koruny/index.html

V tabulce 3.4 je uvedeno aktuální nastavení základních měnově politických nástrojů. Jak lze z tabulky vyčíst lombardní sazba v současné době činí 0,25 %, 2T Repo sazba a diskontní sazba 0,05 % a povinné minimální rezervy u bank i stavebních spořitelén jsou 2 %.

Graf 3.4: Vývoj úrokových sazeb v období 1997 – 2014



Zdroj: ČNB. *Měnově politické nástroje* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace; vlastní zpracování.

V grafu 3.4 je zobrazen vývoj úrokových sazeb v období 1998 – 2014 (v %). Lze vidět, že nejbližší svému 2 % cíli byly úrokové sazby v letech 2002 – 2006, poté se postupně snižovaly, v současné době dosahují téměř nulových hodnot.

3.5 Shrnutí

Tato kapitola byla věnována měnové politice ČNB. Hlavním cílem ČNB je péče o cenovou stabilitu. ČNB také podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády. Tento vedlejší cíl však nesmí být v rozporu s cílem hlavním. Měnová politika centrální banky se provádí prostřednictvím měnově-politického režimu. V případě ČNB se jedná o cílování inflace.

V roce 1997 si ČR prošla měnovou krizí, která byla pro českou ekonomiku velmi významná, avšak nebyla zvlášť výrazná, jak svou hloubkou, tak ani svou délkou. ČNB nemusela žádat o oficiální pomoc v zahraničí a ani během krizového roku nedošlo k přehodnocení tehdejšího ratingu.

V roce 2008 a v letech následujících si cílování inflace prošlo zřejmě svou nejtěžší zkouškou. Světová finanční a hospodářská krize se v české ekonomice projevila zejména prostřednictvím poklesu zahraniční poptávky. Výhodou české ekonomiky se ukázal být plovoucí kurz koruny. V reakci na příchod krize oslabil, a tím pomohl ekonomice se lépe vypořádat s poklesem poptávky a klesajícími cenami. Finanční krize vedla ke zvýšení důrazu na propojování měnové politiky ČNB s otázkami finanční stability ekonomiky ČR.

Při plnění svého cíle ČNB využívá měnově-politické nástroje, jimiž jsou operace na volném trhu, automatické facility, mimořádné facility, povinné minimální rezervy a devizové intervence. ČNB zahájila devizové intervence v roce 2013. Cílem bylo uvolnit měnové podmínky prostřednictvím měnového kurzu a dosáhnout 2 % inflačního cíle v situaci, kdy úrokové sazby dosáhly technicky nulové hladiny a není možné je dále snižovat ve snaze o další uvolnění měnové politiky. ČNB nyní používá kurz koruny jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a neukončí ho dříve než v roce 2016. Následující kapitola bude věnována vývoji inflace ve sledovaném období, prognóze a plnění inflačních cílů a následnému vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB.

4 Vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB

V této kapitole je analyzován vývoj inflace v ČR v období 1997 – 2014, přičemž další podkapitola se zaměřuje na vývoj inflace a makroekonomické ukazatele v ČR a také porovnání inflace v ČR se zeměmi v EU. Další podkapitola je věnována plnění inflačních cílů a prognózám inflace. Závěr kapitoly obsahuje vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB.

4.1 Vývoj inflace v ČR v období 1997 – 2014

Toto období je charakteristické kolísáním měr inflace, ať už se jedná o průměrnou roční míru inflace nebo meziroční míru inflace. Vývoj inflace byl takový, že v roce 1998 se vyhoupla na své dosavadní maximum, kdy dosáhla hodnoty 10,7 %. V roce 1997 se ČR potýkala s měnovou krizí, která je podrobně popsána v podkapitole 3.2.

V roce 1997 i přes očekávání a nátlak vlády odmítla ČNB měnovou expanzi, jelikož se bála odlivu zdrojů ze země, jakožto reakci na změnu investičního prostředí a devalvační očekávání. Provedla pouze snížení povinných minimálních rezerv z 11,5 % na 9,5 %, tedy o dva procentní body, a byla tehdy za tento krok kritizována. Po dalším poklesu koruny musela přistoupit na přechod z fixního kurzu na řízený plovoucí kurz a od roku 1998 ČNB cíluje inflaci.

V roce 1999 se ČR začala vymaňovat z recese a probíhaly zde dezinflační tendence, kdy se inflace usadila kolem 3 %. Zpomalení růstu cen zapříčinily monetární a fiskální restrikce. Pokles inflace byl logicky spojen s růstem nezaměstnanosti. Do roku 2000 byla v ČR nejvyšší nezaměstnanost od počátku transformace z důvodu utlumení těžebního a těžkého průmyslu⁴⁷. Inflace se až do roku 2002 relativně ustálila až na rok 2001. V tomto roce nabyla inflace hodnoty 4,7 %, jelikož vzrostly ceny potravin a energií, ale také převážně díky dovezené inflaci ze zahraničí.

Od roku 2003 do 2007 nastal v ČR ekonomický růst, tempo meziročního růstu HDP se zvyšovalo. V roce 2003 dosáhla inflace svého minima od vzniku republiky a to hodnoty 0,1 % a během dalších let tohoto období nepřesáhla 3 %. V roce 2008 vypukla globální hospodářská krize, která však byla provázena posilováním koruny, což ještě více zhoršovalo exportní podmínky. Došlo k propadu výkonu ekonomiky napříč všemi odvětvími, což bylo provázeno růstem nezaměstnanosti a právě o to více bylo překvapující, že míra

⁴⁷ DĚDEK, Oldřich. *Měnový otřes 97* [online]. Praha: Česká národní banka, 2000. VP, č. 15 [cit. 2014-10-10]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/mp_wp/download/c-vp15-99.pdf

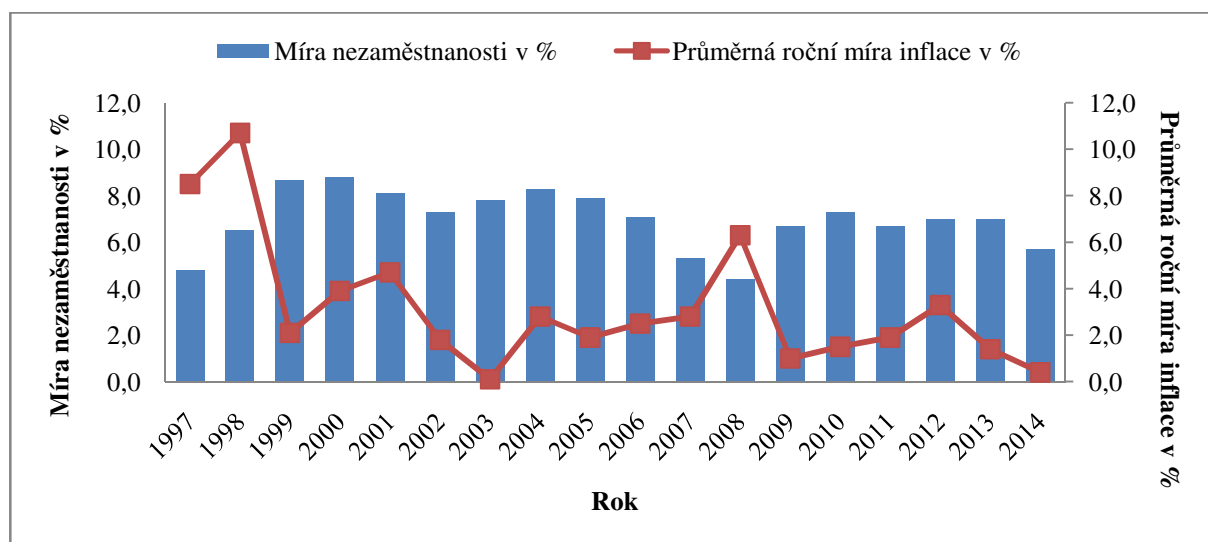
inflace prudce vzrostla na 6,3 %. Tato hodnota byla nejvyšší za posledních deset let a druhá nejvyšší ve zkoumaném období.

V roce 2009 už naplno došlo k projevu špatné hospodářské situace a strmému propadu cen skrz celou ekonomiku a meziroční inflace klesla na 1%. Po roce 2009 se ČR pomalu dařilo oživovat ekonomiku, ale jen do té doby než nastala třetí recese v roce 2012, kdy inflace dosáhla 3,3 % a poté opět klesla na průměrnou hodnotu posledních let kolem 1,5 %. V roce 2013 se inflace nacházela 0,6 p. b. pod inflačním cílem ČNB s hodnotou 1,4 %. V tomto roce ČNB již zahájila devizové intervence. I přesto v roce 2014 dosáhla inflace téměř nulové hodnoty, činila 0,4 %.

4.1.1 Vývoj inflace a makroekonomické ukazatele v ČR

Co se týče míry nezaměstnanosti⁴⁸, tak od roku 1997 rostla současně s inflací, a navíc při dezinflačních snahách a poklesu míry inflace na 2,1 % rostla ještě více a v roce 2000 dosáhla svého maxima 8,8 %. V roce 2002 klesla jak míra nezaměstnanosti, tak míra inflace, ale od tohoto roku až do roku 2009 se nezaměstnanost vyvíjela podle Phillipsovy křivky, kdy při klesající inflaci rostla a naopak. Dá se také poznamenat, že od tohoto roku osciluje okolo 7,0 % i přes drobné výkyvy míry inflace. V grafu 4.1 je znázorněn vývoj průměrné roční míry inflace a míry nezaměstnanosti v ČR od roku 1997 do 2014.

Graf 4.1: Vývoj průměrné roční míry inflace a míry nezaměstnanosti v ČR v období 1997 – 2014

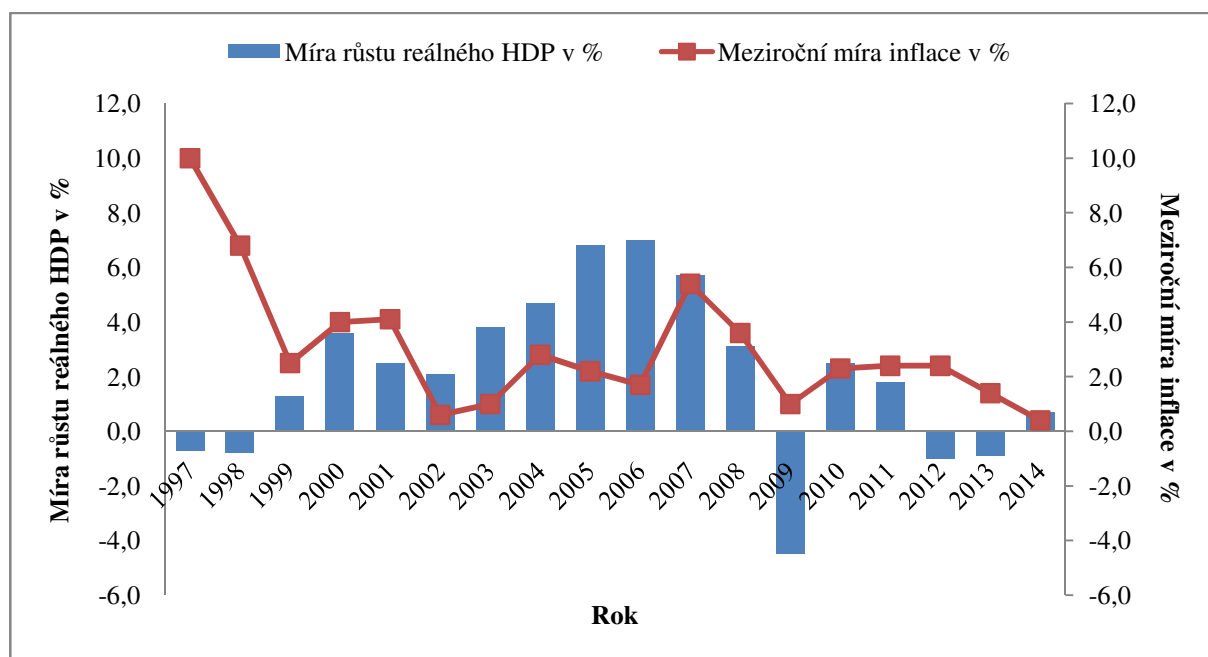


Zdroj: ČSÚ. *Česká republika od roku 1989 v číslech* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/D9003FD959/\\$File/3201814_0304.pdf](http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/D9003FD959/$File/3201814_0304.pdf); vlastní zpracování

⁴⁸ Míra nezaměstnanosti představuje nezaměstnané osoby jako procentní podíl z pracovní síly (aktivního obyvatelstva). Pracovní síla je celkový počet zaměstnaných a nezaměstnaných osob.

V grafu 4.2 lze sledovat vývoj meziroční míry inflace, která vyjadřuje procentní změnu cenové hladiny ve vykazovaném měsíci daného roku proti stejnému měsíci předchozího roku. Je zřejmé, že má velice podobný průběh a až na pár let de facto kopíruje průměrnou roční míru inflace, tudíž maxim dosahuje v letech 1997 a 1998 a pak v letech 2007 a 2008. Jednalo se o roky, kdy česká ekonomika byla v recesi. Minimální hodnoty lze zaznamenat v letech 2002, 2003 a 2009.

Graf 4.2: Vývoj meziroční míry inflace a míry růstu reálného HDP v ČR v období 1997 – 2014

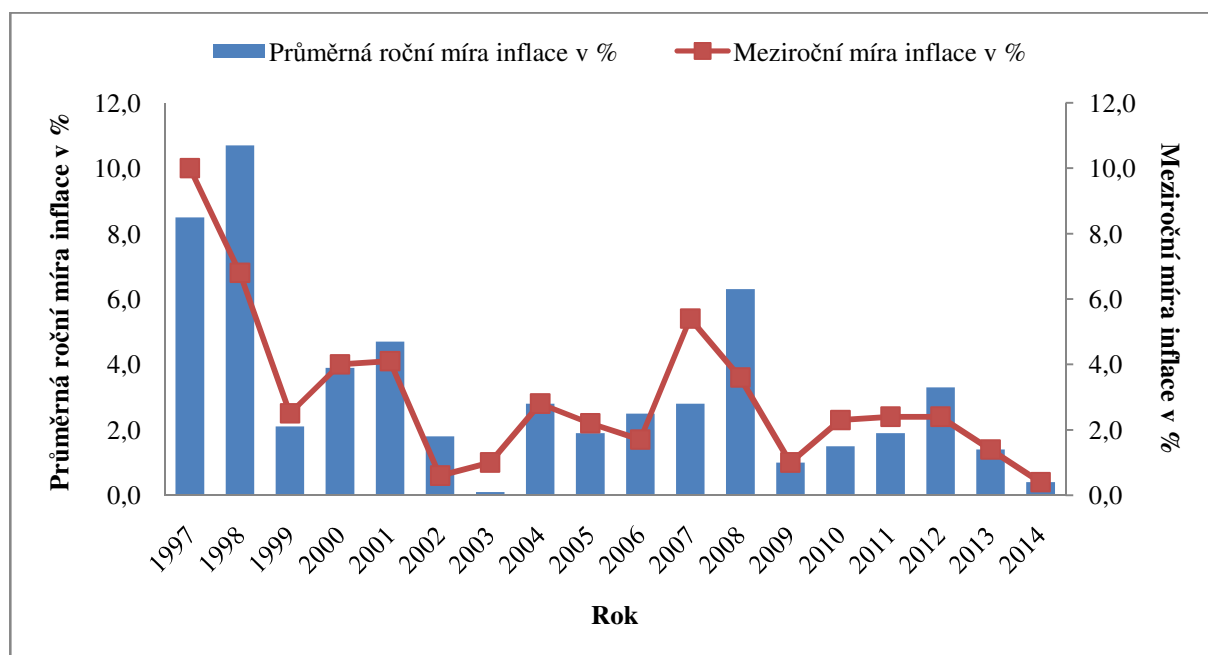


Zdroj: ČSÚ. *Česká republika od roku 1989 v číslech* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/D9003FD959/\\$File/3201814_0304.pdf](http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/D9003FD959/$File/3201814_0304.pdf); vlastní zpracování

Mimo to lze v grafu 4.2 pozorovat míru růstu reálného HDP⁴⁹, která od roku 1999 kopíruje vývoj meziroční míry inflace. Nejzřetelnější je tento úkaz patrný v letech 2002 – 2006, kdy relativně stabilní míra inflace a také dobrý ekonomický vývoj přejí růstu reálného HDP. Naopak v krizových letech můžeme zaznamenat pokles reálného HDP, kdy se v roce 2009 jedná o -4,5 %. Po vymanění z recese roste míra reálného HDP, ale od roku 2012 dochází opět k jeho poklesu. Pro větší názornost jsou ještě obě míry inflace znázorněny společně v grafu 4.3.

⁴⁹ Hrubý domácí produkt (HDP) je měřítkem ekonomické výkonnosti a představuje přidanou hodnotu veškerého vyrobeného zboží a služeb. Výpočet roční míry růstu objemu HDP dovoluje srovnání hospodářského vývoje jak v čase, tak i mezi různě velkými zeměmi bez ohledu na cenové změny. Růst objemu HDP je počítán s použitím údajů v cenách předchozího roku. Pro zjišťování míry růstu reálného HDP se používá HDP v běžných cenách oceněný v cenách předchozího roku.

Graf 4.3: Vývoj míry inflace v ČR v období 1997 – 2014



Zdroj: ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira_inflace; vlastní zpracování

Český statistický úřad pravidelně publikuje meziroční a průměrnou roční míru inflace. Oba tyto indexy jsou zveřejňovány měsíčně a téměř vždy se jedná o zcela rozdílná čísla. Meziroční míra inflace porovnává ceny oproti stejnému období předchozího roku. Dle této odhadované míry inflace však nelze zjistit, zda např. ceny v roce 2014 byly nižší než v roce 2013. Z tohoto důvodu je počítána tzv. průměrná roční inflace. Ta bere v úvahu vývoj cen v průběhu celého roku (resp. posledních 12 měsíců oproti cenám předchozích 12 měsíců). Používá se např. pro výpočet reálných mezd či důchodů. Je méně náchylná k náhlým výkyvům, a proto je v čase stabilnější než meziroční míra inflace. ČNB vychází při posuzování vývoje inflace ze statistických dat, které publikuje Český statistický úřad.

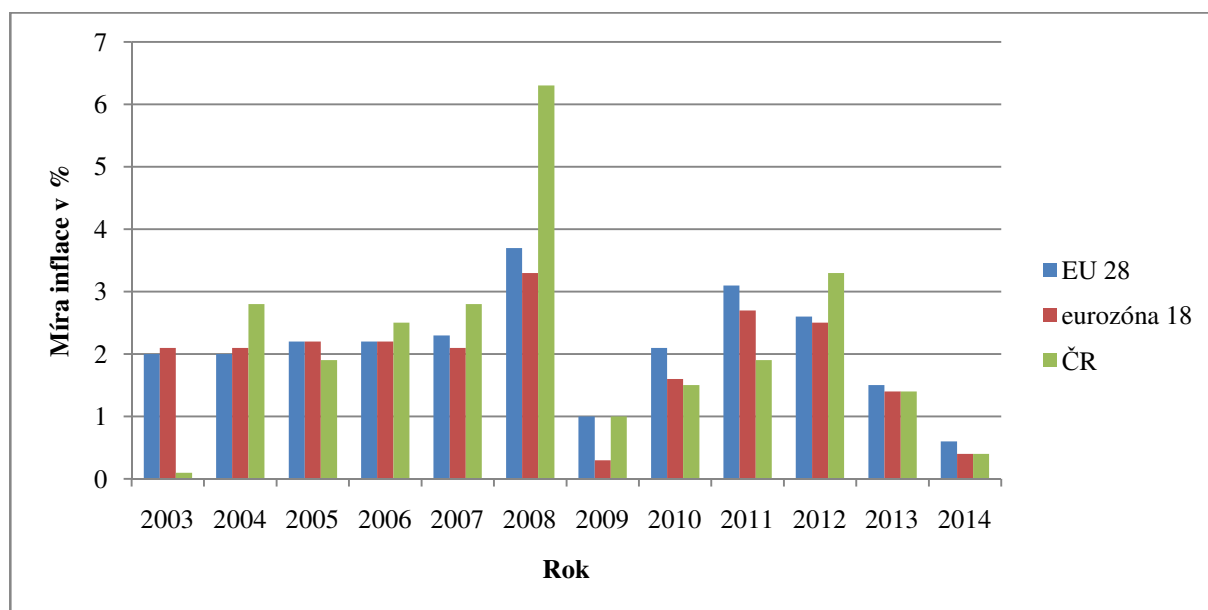
4.1.2 Srovnání míry inflace v ČR a zemích EU

V následujícím grafu 4.4 je zachycen vývoj měr inflace v ČR, EU28 a eurozóně⁵⁰ v období těsně před a po vstupu ČR do EU. V roce 2003, kdy u nás dosáhla inflace historického minima, jsme se nacházeli hluboko pod průměrem EU28 i eurozóny. V období do začátku hospodářské krize dosahovala v ČR míra inflace vyšší hodnoty než v komparovaných subjektech.

⁵⁰ V roce 2014 byly státy eurozóny Francie, Německo, Itálie, Belgie, Nizozemsko, Lucembursko, Finsko, Irsko, Rakousko, Portugalsko, Španělsko, Řecko, Slovinsko, Kypr, Malta, Slovensko, Estonsko a Lotyšsko.

V roce 2008 jsme skoro dvojnásobně převýšili EU 28 i eurozónu vzhledem k posilující koruně a nárůstu nezaměstnanosti, což v důsledku zvedlo míru inflace. Naopak v roce 2009 jsme byli srovnatelní s EU28, ale opět jsme měli vyšší míru inflace než eurozóna, která balancovala na hranici nulové míry inflace. Až do roku 2013 u nás míra inflace byla nižší než v EU28 i eurozóně s výjimkou roku 2012.

Graf 4.4: Míra inflace v ČR v porovnání s EU28 a eurozónou v období 2003 – 2014

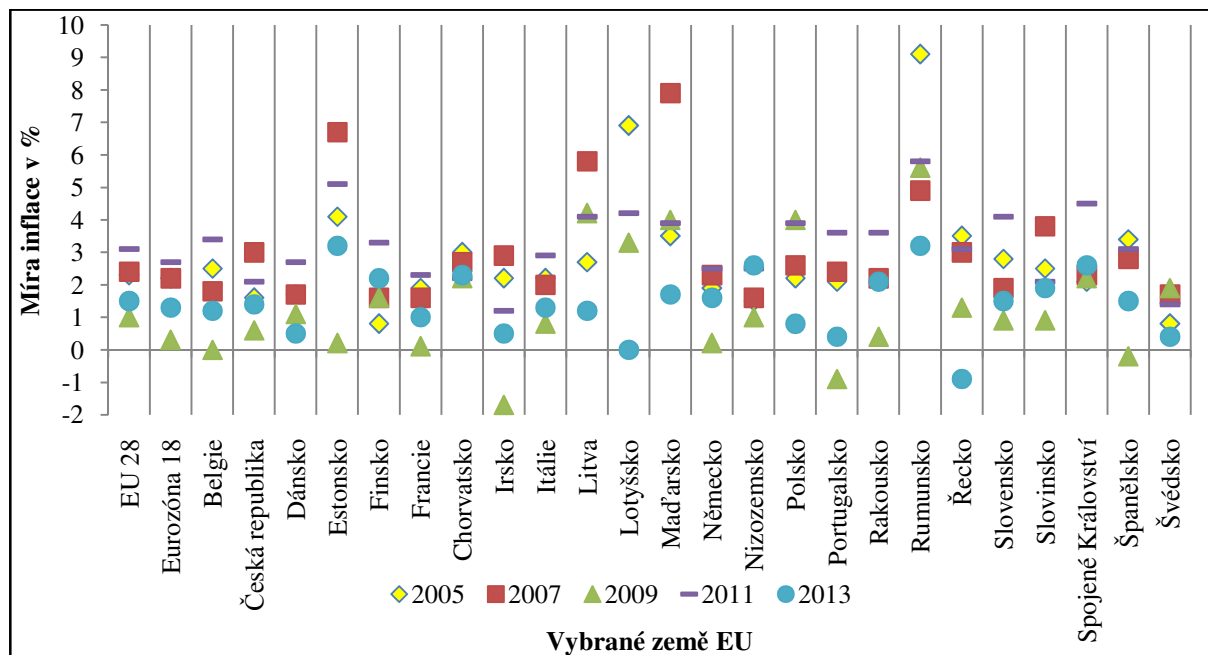


Zdroj: EUROPEAN COMMISSION. *HICP – inflation rate* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>; vlastní zpracování

V grafu 4.5 jsou znázorněny míry inflace ve vybraných zemích EU, přičemž do výběru nebylo zahrnuto co do počtu obyvatel malé Lucembursko a ostrovní státy Malta a Kypr. Z téhož grafu je patrné, že v ČR se míra inflace vyvíjela podobně jako v severovýchodních státech Finsku, Švédsku a Dánsku a dále v Nizozemsku a Itálii, s kterou má ČR nejvíce shodný průběh.

Nejvyšších měr inflace v tomto období dosahovaly pobaltské státy Litva, Lotyšsko a Estonsko a také Maďarsko a Rumunsko, které v roce 2005 mělo míru inflace 9,1 % a o dva roky dříve dokonce 15,3 %. V roce 2009 se Portugalsko, Španělsko a Irsko potýkaly s deflací a stejný problém mělo v roce 2013 Řecko, kde míra inflace nabývala hodnoty téměř 1 %.

Graf 4.5: Míra inflace v ČR v porovnání s vybranými zeměmi EU v dvouletých periodách mezi lety 2005, 2007, 2009, 2011 a 2013



Zdroj: EUROPEAN COMMISSION. *HICP – inflation rate* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>; vlastní zpracování

Nejvíce stabilní míru inflace má poslední přistoupivší člen EU Chorvatsko a to hodnoty oscilující okolo 2,5 %. Je tedy zřejmé, že v porovnání se všemi státy EU28 se nacházíme v průměru, kdy nás v tomto období od roku 2005 do 2013 nepostihla jak extrémně vysoká míra inflace tak ani žádná deflace, tudíž dvojitá vleklá recese nebyla provázána výraznějšími negativními dopady inflace.

V grafech 4.4 a 4.5 byly použity údaje z EUROSTATu. Pro účely mezinárodního srovnávání je využíván tzv. harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP). Pojem „harmonizovaný“ vyjadřuje skutečnost, že všechny země EU dodržují shodnou metodiku výpočtu, což zajišťuje srovnatelnost údajů z různých zemí.

4.2 Plnění inflačních cílů a prognóza inflace

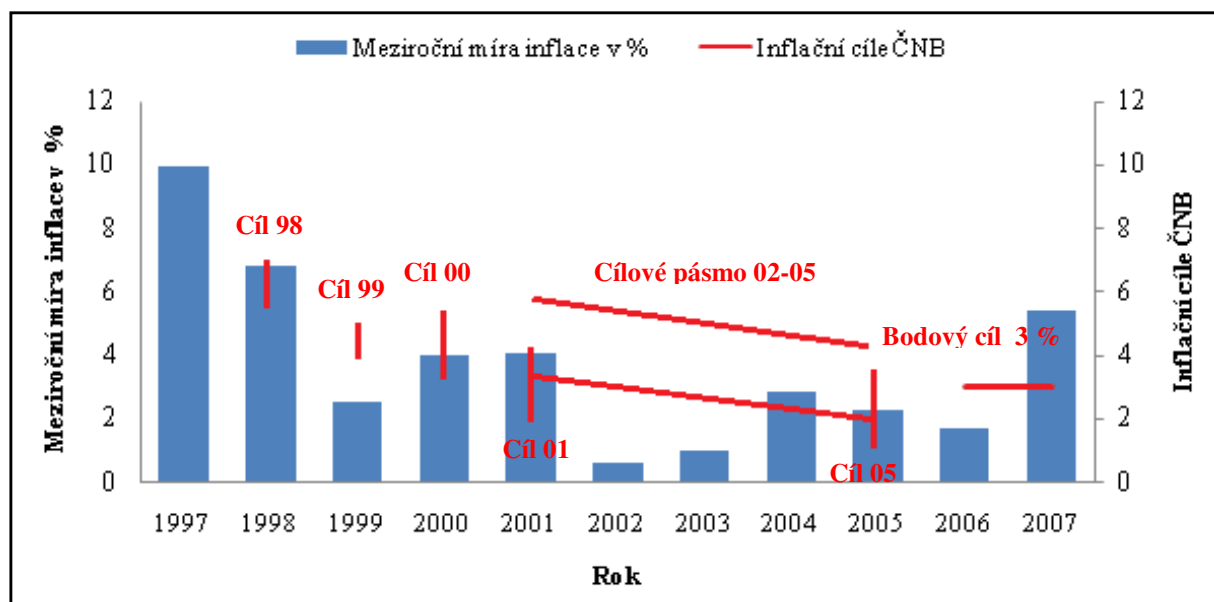
Jak již bylo zmíněno v kapitole 3.1, ČNB provádí měnovou politiku v režimu cílování inflace, kdy mezi významné rysy cílování inflace patří střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle nebo posloupnosti cílů. V současné době je inflační cíl ČNB stanoven ve výši 2 %, a to od roku 2010. ČNB i nadále usiluje o to, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než jeden p. b. na obě strany.

4.2.1 Plnění inflačních cílů v období 1997 - 2007

Tato podkapitola je doprovázena grafem 4.6. Lze v něm vidět, v porovnání meziroční míry inflace s vytyčenými cíli ČNB, že inflace byla výrazně častěji pod než nad inflačními cíli. Největší rozdíly lze vypočítat ve dvou obdobích a to v letech 1998 – 1999, kdy se inflace výrazně odchylovala od vytyčeného cíle a v letech 2002 – 2003 se nacházela meziroční míra inflace v průměru o tři procentní body pod spodní hranicí cílového pásma. Ve zbývajícím období se inflace pohybovala spíše pod příslušným inflačním cílem, přičemž tento rozdíl nebyl tak výrazný. S výhodou zpětného pohledu lze konstatovat, že za poměrně častým „podstřelováním“ inflačních cílů v uplynulých letech stálo nenaplňování prognóz v důsledku kombinace protiinflačních šoků a nedokonalosti predikčního aparátu.

U většiny prognóz byl předpoklad vyšší inflace, než která ve skutečnosti nastala. Mírně protiinflační hodnocení rizik prognóz ze strany bankovní rady a tomu odpovídající rozhodnutí, jež se týkalo nastavení úrokových sazeb, nestačilo odchylku skutečnosti od prognóz plně kompenzovat, což vyústilo v inflaci, která se pohybovala, jak již bylo zmíněno, spíše pod inflačními cíli ČNB. Pro splnění inflačního cíle by tedy bývalo třeba ještě nižších úrokových sazeb, než jaké byly ve skutečnosti nastaveny bankovní radou v rámci jejího posouzení rizik prognózy.

Graf 4.6: Plnění inflačních cílů (1997 - 2007)

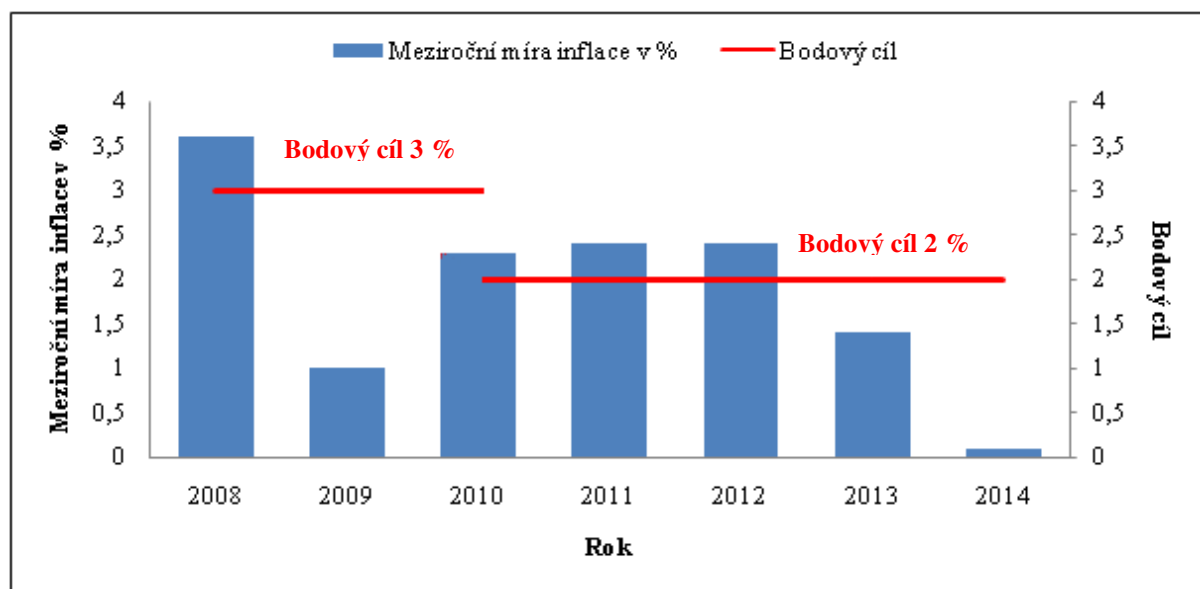


Zdroj: ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira_inflace; vlastní zpracování

4.2.1 Plnění inflačních cílů v období 2008 - 2014

V grafu 4.7 je znázorněno plnění inflačních cílů v letech 2008 – 2014, kdy je možno vypořádat, že v roce 2008 a v letech 2010 - 2012 se dařilo plnit stanovený bodový cíl. V roce 2010 dosáhla meziroční míra inflace hodnoty 2,3 %, což bylo neúspěšnější přiblížení bodovému cíli v tomto období. V roce 2008, kdy se Česká republika potýkala s důsledky světové finanční a hospodářské krize, jež znamenala omezení ekonomického růstu a udržení inflace na relativně vysoké úrovni 3,6 % a zároveň se jednalo o druhou největší odchylku od bodového cíle v tomto vybraném období. Největší odchýlení od bodového cíle lze vypořádat v letech 2009 a 2014.

Graf 4.7: Plnění inflačních cílů (2008 – 2014)



Zdroj: ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira_inflace; vlastní zpracování

V roce 2009 se inflace odchýlovala od bodového cíle o 1 p. b. a právě vhodně zvolená politika ČNB v období krize, kdy i například uvolňováním měnových rezerv pomohla ke stabilizaci finančního systému, zabránila horším dopadům na českou ekonomiku. V letech 2011 a 2012 byla inflace 0,4 p. b. nad cílem a s hodnotou 2,4 % byla nejvyšší od roku 2008. Důvodem byl pokles HDP v tomto roce, přičemž právě nepříznivý vývoj HDP se promítl i do nárůstu inflace.

V roce 2013 byl opět splněn požadavek ČNB, aby se skutečná hodnota inflace nelišila od cíle o více než 1 p. b. na obě strany a nabyla v tomto roce hodnoty 1,4 %. V roce 2014 se inflace dostala téměř na nulu a s hodnotou 0,1 % kopírovala vývoj, který nastal v Evropě

a i přes snahu ČNB o zabránění hrozící deflace pomocí devizových intervencí byla 1,9 p. b. pod bodovým cílem.

Inflace se může odchylovat od cíle z důvodu ekonomických šoků. V ojedinělých případech mohou být šoky očekávané, centrální banka se však může rozhodnout na ně nereagovat z důvodu nežádoucího rozkolísání vývoje ekonomiky. Lze hovořit o uplatnění tzv. výjimky z plnění inflačního cíle. Obvykle jsou však šoky neočekávané, jestliže se v jejich důsledku inflace dočasně vzdálí od cíle, pak musí centrální banka tuto odchylku objasnit veřejnosti a zajistit návrat inflace k cíli. Vysvětlení odchylek inflace od cíle je tak dále třeba hledat v nenaplnění prognóz, které sestavuje ČNB a na jejichž základě se bankovní rada ČNB rozhoduje o nastavení úrokových sazeb.

4.2.3 Srovnání plnění inflačních cílů ČNB s ECB

Z hlediska důležitosti a vlivu na Českou republiku je pro srovnání plnění inflačních cílů ČNB zvolena Evropská centrální banka (ECB)⁵¹. Jak lze vyčíst z tabulky 4.1 ECB udržovala inflační cíl, který odpovídá cenové stabilitě, tedy pod a zároveň v blízkosti 2 %. V tabulce 4.1 je pro srovnání uveden i inflační cíl ČNB a míra inflace v ČR ve sledovaném období. V porovnání s ECB provedla ČNB během své existence řadu chybných rozhodnutí, ať už se jednalo o prohloubení recese v roce 1997 nebo o podstřelování cílů.

Tab. 4.1: Přehled inflačních cílů a inflace ČNB s ECB v letech 1997 – 2005 (v %)

rok	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Inflační cíl ECB	-	-	2	2	2	2	2	2	2
Inflace v eurozóně	-	-	1,2	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2
Inflační cíl ČNB	-	5-6,5	4-5	3,5-5,5	2-4	3-5	3-5	3-5	2-4
Inflace v ČR	10	6,8	2,5	4	4,1	0,6	1	2,8	2,2

Zdroj: EUROSTAT. *HICP - inflation rate* [online]. 2015 [cit. 2015-04-15]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>; vlastní zpracování

Z tabulky 4.1 je také zřejmé, že v období 1997 – 2005 se ECB dařilo naplňovat svůj inflační cíl narozdíl od ČNB. Inflace v ČR se ve sledovaném období nacházela spíše pod inflačním cílem.

⁵¹ ECB sídlí ve Frankfurtu nad Mohanem. Byla založena 1. července 1998, od tohoto data nahradila svého předchůdce – Evropský měnový institut. Od 1. ledna 1999 odpovídá za provádění měnové politiky v eurozóně.

Tab. 4.2: Přehled inflačních cílů a inflace ČNB s ECB v letech 2006 – 2014 (v %)

rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inflační cíl ECB	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Inflace v eurozóně	2,2	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4
Inflační cíl ČNB	3	3	3	3	2	2	2	2	2
Inflace v ČR	1,7	5,4	3,6	1	2,3	2,4	2,4	1,4	0,1

Zdroj: EUROSTAT. *HICP - inflation rate* [online]. 2015 [cit. 2015-04-15]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1> ; vlastní zpracování

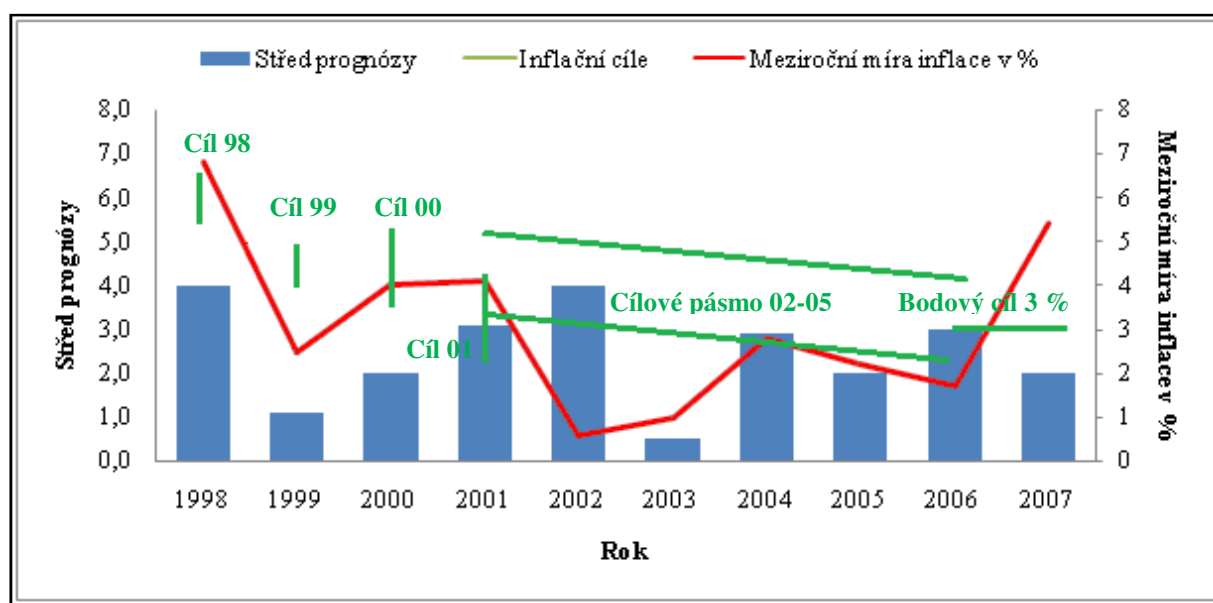
V období 2006 – 2014 byla ECB opět úspěšná v plnění svého inflačního cíle, jak dokazuje tabulka 4.2, inflace v eurozóně se nacházela v těsné blízkosti 2 %, s výjimkou let 2009 a 2014, kdy inflace dosáhla téměř nulové hodnoty. V letech 2006 – 2014 si ČNB stanovila bodové cíle s odchylkou jednoho procentního bodu na obě strany. Z tabulky 4.2 je však zřejmé, že i v tomto období se inflace nacházela spíše pod inflačním cílem ČNB. Nejblíže svému bodovému cíli byl rok 2008, kdy se lišil o 0,6 p. b. a v roce 2010 činila odchylka 0,3 p. b. od stanoveného cíle.

4.2.4 Naplňování prognóz inflace v letech 1997 - 2014

Za účel prognóz je považováno určení pozice ekonomiky v hospodářském cyklu, odhad dopadu šoků, které v minulosti ekonomiku zasáhly a rozpoznat z toho vyplývající tlaky na měnovou politiku. Jak lze vidět v grafu 4.9 je porovnána meziroční míra inflace s prognózami od léta 1997, kdy součástí prognózy byl předpoklad aktivní role centrální banky. Z obrázku lze vyčíst, že prognózy v tomto období v průměru předpovídaly vyšší inflaci, než ve skutečnosti nastala.

V letech 1997 – 2001 byly prognózy inflace o zhruba 2 % nižší, než jaká ve skutečnosti nastala. Oproti tomu v roce 2002 byla prognóza o 3 % vyšší než meziroční míra inflace. Až do roku 2007 se prognózy přiblížily do těsné blízkosti inflace a zároveň odpovídaly vytyčenému inflačnímu cíli, kdy výjimkou byl pouze rok 2003.

Graf 4.9: Naplňování prognóz inflace (leden 1998 – 2007)

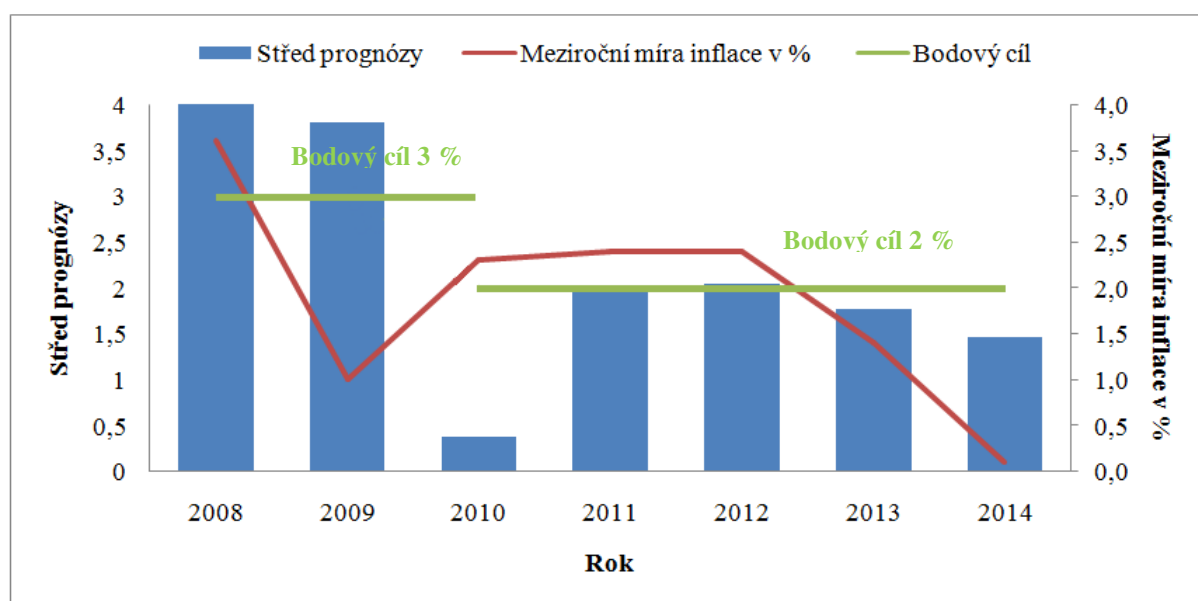


Zdroj: ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira_inflace; vlastní zpracování

V grafu 4.10 je znázorněno naplňování prognóz inflace v období 2008 – 2014. Lze vidět, že v letech 2009 – 2010 se nedařilo příliš dobře prognózovat vývoj inflace a nepočítalo se s tak rychlým vymaněním české ekonomiky z následků světové finanční a hospodářské krize, kdy střed prognózy neboli nejpravděpodobnější scénář počítal s poklesem inflace až pod 0,5 %.

Oproti tomu prognózy na období 2011 – 2013 byly poměrně přesné a meziroční míra inflace je nakonec téměř kopírovala. Další nesoulad lze vidět v roce 2014, kdy prognózy počítaly s pozitivnějším vývojem, a pokles na 0,1 % otevírá otázku, zda se v dalších letech nebude inflace ubírat až k deflaci, avšak prognóza na rok 2015 s tím nepočítá a spíše věří návratu na hodnotu okolo 1 % a postupné přibližování k bodovému cíli, o což se snaží ČNB svými devizovými intervencemi.

Graf 4.10: Naplňování prognóz inflace (leden 2008 – 2014)



Zdroj: ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z: http://www.czso.cz/xs/redakce.nsf/i/mira_inflace; vlastní zpracování

Nenaplnění prognóz lze částečně zdůvodnit souběhem protiinflačních šoků v tomto období, jak vnitřních (rychlé posilování kurzu koruny, nadúroda zemědělských komodit, pomalé tempo deregulací, méně uvolněná fiskální politika), tak i vnějších (slabá zahraniční poptávka). Svou roli sehrála i nedokonalost predikčního aparátu ČNB. Posledním důvodem pro minulé cíle lze označit neadekvátní vyhodnocení rizik prognózy při rozhodování o nastavení měnové politiky. Bankovní rada poté, co je jí sdělena prognóza, vyhodnocuje rizika a nejistoty této prognózy. Pokud má např. za to, že skutečná inflace bude výše než předpokládaná prognóza, vyhodnotí rizika prognózy jako proinflační a tomuto vyhodnocení přizpůsobí i svá rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb.⁵²

4.3 Závěrečné zhodnocení

Z důvodu úspěšnosti každé centrální banky je důležité, zda je schopna ukotvit očekávání podniků a domácností ohledně budoucího vývoje. Očekávání lze ovlivňovat pomocí vysoké informační otevřenosti centrální banky. Otevřenost a srozumitelnost zvyšuje věrohodnost měnové politiky, jelikož veřejnost má schopnost si ověřit, že jednání centrální banky je smysluplné a v souladu s jejím zákonným mandátem.

⁵² ČNB. *10 let cílování inflace 1998 – 2007* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-10]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf

Většina centrálních bank klade důraz na komunikaci. Ve srovnání s minulostí jde o velký pokrok, jelikož centrální banky představovaly tajemné instituce, které často ani přímo nezveřejňovaly přijatá aktuální rozhodnutí o nastavení měnové politiky. ČNB se řadí v oblasti komunikace na přední příčky centrálních bank. Zveřejňuje Zprávu o inflaci, klíčovou publikaci na poli měnové politiky, která je vydávána čtvrtletně a je v ní obsaženo zhodnocení aktuálního vývoje a také nejnovější ekonomická prognóza ČNB. Zpráva o inflaci taktéž obsahuje záznamy z jednání bankovní rady. Další důležitou publikací je Výroční zpráva, která obsahuje činnost ČNB v uplynulém roce v oblasti měnové politiky, dohledu nad finančním trhem, finanční stability, emise oběživa a dalších. Mimo jiné ČNB vydává mnoho dalších pravidelných i nepravidelných publikací⁵³.

V současnosti se ČNB řadí mezi nejotevřenější centrální banky na světě. Naprostá většina informací, jež vstupují do jejího rozhodování, je uveřejněna s minimálním zpožděním. Snahou ČNB je učinit svou měnovou politiku co nejvíce informačně otevřenou, srozumitelnou, předvídatelnou, odpovědnou, a proto důvěryhodnou.

Cenová stabilita je posláním většiny centrálních bank na světě. Existuje několik způsobů, jak je toto poslání možno pomocí centrální banky naplňovat. V případě ČNB se jedná o cílování inflace. Prvním krokem cílování inflace je, že centrální banka vyhlásí výši inflačního cíle, o jehož dosažení bude usilovat. ČNB stanovila roku 2010 inflační cíl ve výši 2 %, zveřejněn byl začátkem roku 2007, tedy s dostatečným předstihem. Následuje druhý krok, kterým je pravidelné sestavování prognózy budoucího ekonomického vývoje. Prognóza je důležitým informačním vodítkem pro centrální banku. Prognóza také centrální bance napovídá, zda je k dosažení inflačního cíle nutné měnovou politiku zpřísnit či uvolnit.

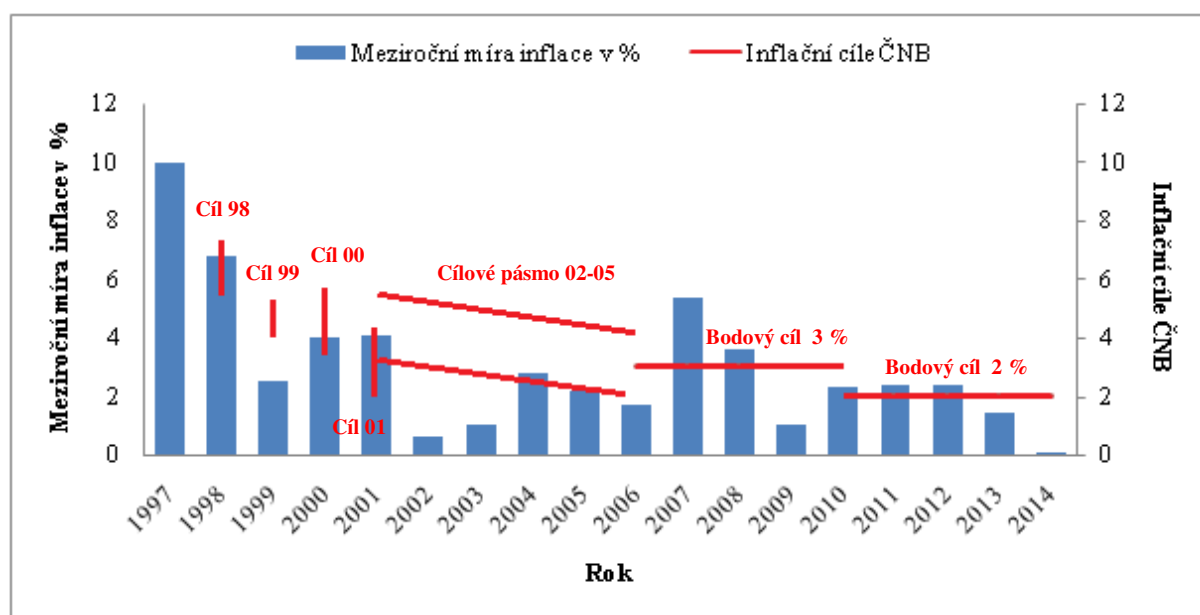
Posledním krokem je samotné zvýšení, snížení či ponechání úrokových sazeb na nezměněné úrovni. V případě sestavení naprosto přesné prognózy a v případě, že by ekonomika nebyla vystavena novým šokům, se dá hovořit o skutečném naplnění inflačního cíle. V případě ČNB by tedy inflace byla vždy na úrovni 2 %. Ve skutečnosti však k naplnění inflačního cíle dochází jen zřídka, což dokazuje analýza plnění inflačních cílů a plnění prognóz v období 1997 - 2014 v této kapitole. Ekonomové centrální banky disponují

⁵³ ČNB. *Otevřenost a důvěryhodnost centrální banky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_13.html

nedokonalou znalostí fungování ekonomiky a zároveň na ekonomiku dopadají nové šoky, jež nelze předvídat a ty také inflaci od cíle vychylují.⁵⁴

Závěrečné zhodnocení je doprovázeno následujícím grafem 4.11, díky kterému je možno informace a fakta přehledně zobrazit a vyhodnotit. Hned na úvod si lze položit otázku, jaké inflace by měla vlastně centrální banka dosahovat? Jak lze vidět z grafu 4.11 nejvyšší inflace bylo dosaženo v první fázi transformace, tj. do roku 1998. V tomto období to bylo dáno používaným režimem fixního kurzu, jenž byl nekonzistentní s postupným uvolňováním kapitálových toků a pokusy o cílování množství peněz v oběhu.

Graf 4.11: Inflace v ČR a naplňování inflačních cílů (1997 – 2014)



Zdroj: ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace; vlastní zpracování

V rámci zvolené měnové strategie totiž nebylo možné dosáhnout nižší inflace. Během měnové krize v roce 1997, jež je detailně popsána v podkapitole 3.2, se tento režim zhroutil a ČNB přešla k režimu cílování inflace, který pomohl nejprve do té doby převažující vysokou inflaci výrazně snížit a pak následně stabilizovat na stále nižších hodnotách, jak lze vidět v grafu 4.11. Inflační cíl se postupně snižoval a od roku 2010 je stanoven ve výši 2 %.

Z grafu 4.11 lze také vyčíst, kdy ČNB svých cílů nedosahovala. „Přestřelila“ hned v několika letech, a to v letech 2007 a 2008, tehdy díky kombinaci změn daní, regulovaných cen a abnormálního růstu cen potravin, a také v letech 2010, 2011 a 2012, zde pouze kvůli

⁵⁴ ČNB. *Jak lze dosáhnout cenové stability* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_04.html

změnám nepřímých daní. V dalších letech se ovšem ČNB pohybovala spíše pod cílem, resp. v jeho blízkosti, jak dokazuje graf 4.11.

Nejvýznamněji „podstřelila“ svůj cíl ČNB v období 2002 – 2003, kdy inflace spadla téměř až na nulovou hodnotu. V tomto období to bylo z důvodu masivní intervence ČNB proti v té době nadměrně posilujícímu kurzu, což lze srovnat se situací v roce 2014. Je zde však podstatný rozdíl a to v tom, že tehdy měla ČNB prostor na reakci v podobě snížení úrokových sazeb, jak také učinila. V současnosti jsou však sazby na nule a v tom je situace ČNB jiná, komplikovanější.

5 Závěr

Česká národní banka, centrální banka ČR, je vrcholným subjektem měnové politiky a jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. Kromě toho má ČNB řadu dalších specifických funkcí a úloh například podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády, vykonává dohled nad finančním trhem a má výhradní právo emitovat bankovky a mince ad.

Obecně lze rozlišit čtyři typy měnových režimů, přičemž od roku 1998 ČNB provádí měnovou politiku v režimu cílování inflace. Mezi významné rysy cílování inflace patří střednědobost této strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle nebo posloupnosti cílů. Od roku 2013 ČNB začala využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky a používání tohoto kurzu neukončí dříve než v roce 2016.

Diplomová práce se zabývala hodnocením měnové politiky České národní banky. Cílem bylo vyhodnocení plnění primárního cíle ČNB v letech 1997 – 2014.

Hypotéza diplomové práce vycházela z tvrzení, že se ČNB nedařilo plnit svůj primární cíl po celé zkoumané období. Potvrzení této hypotézy dokládá zhodnocení plnění inflačních cílů ve čtvrté kapitole. K velmi výrazným odchylkám při dosahování inflačních cílů docházelo v letech 1998 – 2003 kromě roku 2001. V tomto období bylo důvodem podstřelování inflačních cílů nenaplnění prognóz v důsledku kombinace protiinflačních šoků a špatného predikčního aparátu.

V roce 2002 se meziroční míra inflace ocitla dokonce na blízko nulových hodnot, v roce 2003 činila inflace 1 %. V období 2004 - 2006 se dařilo ČNB držet inflaci v cílovém pásmu, avšak v letech 2007 - 2009 se vůbec nedařilo naplňovat bodový cíl, kdy v roce 2007 nastal nárůst inflace na 5,4 %, tj. odchýlení se od bodového cíle o 2,4 p. b. Tato hodnota byla nejvyšší od roku 1998 a zároveň se jednalo o největší odchylku od bodového cíle v tomto vybraném období.

V roce 2009 se inflace odchylovala od bodového cíle o 1 p. b. a právě vhodně zvolená politika ČNB v období krize pomohla ke stabilizaci finančního systému. V letech 2010 – 2013 se dařilo nejlépe naplňovat inflační cíl, v letech 2010 – 2012 dosahovala inflace hodnoty kolem 2 %, v roce 2013 činila 1,4 %. V roce 2014 kopírovala inflace vývoj v Evropě a ocitla se i přes snahu ČNB o zabránění hrozící deflace pomocí devizových intervencí 1,9 p. b. pod bodovým cílem. České národní bance se tedy po většinu zkoumaného období nedařilo plnit inflační cíl.

I přesto, že se ČNB nedaří naplňovat svůj primární cíl, tak svou měnovou politikou přispívá k tvorbě prostředí s velmi nízkou a dá se říci i stabilní inflací, stejně tak nezaměstnaností a s rostoucím HDP. ČNB se snaží také zdokonalovat svůj predikční systém a velmi otevřeně o všem komunikuje na veřejnosti, kdy se snaží povzbudit pozitivně veřejnost a změnit náladu ve společnosti, která se stala poněkud negativní v souvislosti se zavedením devizových intervencí.

Seznam použité literatury

a) Knižní zdroje

BRČÁK, J., B. SEKERKA, D. STARÁ a R. SVOBODA. *Česká republika ve světle ekonomických teorií*. 1. vyd. Plzeň: Aleš Čeněk, 2012. 206 s. ISBN 978-80-7380-369-8.

CARLIN, Wendy a David SOSKICE. *Macroeconomics. Imperfections, Institutions and Policies*. Oxford: Oxford University Press, 2006. 810 s. ISBN 978-0198776222.

FRENKEL A., Jacob and Harry G. JOHNSON. *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. London: Allen and Unwin, 1976. 386 s. ISBN 978-0043302767.

FRIEDMAN, M. et al. *Studies in the Quantity Theory of Money*. Chicago: University of Chicago Press, 1956. 265 s. ISBN 978-0226264066.

HELÍSEK, Mojmír. *Měnové krize (empirie a teorie)*. Institut integrace ČR do evropské a světové ekonomiky Vysoké školy ekonomické v Praze. 1. vyd. Praha: Professional Publishing, 2004. 180 s. ISBN 80-86419-82-7.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II. Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 557 s. ISBN 978-80-247-4516-9.

JUREČKA, V. et al. *Makroekonomie*. 2. aktualizované vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. 342 s. ISBN 978-80-247-4386-8.

MISHKIN, Frederic S. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. 10th ed., global ed. Harlow: Pearson, 2013. 726 s. ISBN 978-0-13-277024-8.

PAVELKA, Tomáš. *Makroekonomie. Základní kurz*. 1. vyd. Praha: Melandrium, 2006. 278 s. ISBN 80-86175-45-6.

PLCHOVÁ, B., J. ABRHÁM a M. HELÍSEK. *Česká republika a EU*. 1. vyd. Praha: Agentura KRIGL, 2010. 206 s. ISBN 978-80-86912-39-4.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. aktualizované vydání. Praha: Management Press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.

REVENDA, Z., M. MANDEL, J. KONDERA, P. MUSÍLEK a P. DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5. aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2012. 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

SNOWDON, Brian and Howard R. VANE. *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development And Current State*. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, 2005. 803 s. ISBN 978-1845422080.

SNOWDON, B. et al. *A Modern Guide to Macroeconomics: A Introduction to Competing Schools of Thought*. Aldershot: Edward Elgar, 1994. 460 s. ISBN 978-1852788827.

SOJKA, Milan. *Dějiny ekonomických teorií*. 1. vyd. Praha: Havlíček Brain Team, 2010. 541 s. ISBN 978-80-87109-21-2.

b) Internetové zdroje

ČNB. *Česká národní banka* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>

ČNB. *Archiv mimořádných publikací. Historie a současnost České národní banky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-05-31]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/skladacka_CN_B_neutral_CZ.pdf

ČNB. *Cílování inflace v ČR*. [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-04-06]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

ČNB. *Ekonomický vývoj na území České republiky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-03-31]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.historie.cnb.cz/cs/fotogalerie_menova_politika/kapitola_ii_8/kapitola_ii_8_1/fotoalbum/ii_8_1_inflacni_cile.jpg

ČNB. *Harmonizace povinných minimálních rezerv se standardy Evropské centrální banky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-10]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_duben/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_01_duben_p2.html

ČNB. *Historie ČNB. Hledání optimální podoby a úrovně kurzu* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestech_ke_standardu_v_ypelych_zemi/2_hledani_optimalni_podoby_a_urovne_kurzu/

ČNB. *Jak lze dosáhnout cenové stability* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_04.html

ČNB. *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

ČNB. *Makroekonomický vývoj v ČR a měnová politika ČNB* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-03-06]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevovystoupeni_projevy/download/singer_20140303_plzen.pdf

ČNB. *Měnově politické nástroje* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#operace

ČNB. *Měnověpolitické nástroje*. Historie nastavení základních měnověpolitických nástrojů [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

ČNB. *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky – nejčastější otázky a odpovědi* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovyy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

ČNB. M. Singer – Měnový kurz a česká ekonomika [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevovystoupeni_projevy/download/singer_20080117_appia.pdf

ČNB. *Oslabení koruny* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/oslabeni_koruny/index.html

ČNB. *Otevřenost a důvěryhodnost centrální banky* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-04-10]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_13.html

ČNB. *Parametry dodávací repo operace* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-03-30]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/parametry_dodavaci_repo.html

ČNB. *Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize* [online]. © Česká národní banka, 2003-2015 [cit. 2015-03-06]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_svetove_financni_a_hospodarske_krize/

ČNB. *Výroční zpráva 1996* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-31].
Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_1996.pdf

ČNB. *10 let cílování inflace 1998 – 2007* [online]. © Česká národní banka, 2003-2014 [cit. 2014-10-10].
Dostupné z:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacnicileni_cz.pdf

ČSÚ. *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z:
<https://www.czso.cz/>

ČSÚ. *Česká republika od roku 1989 v číslech* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05]. Dostupné z:
[http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/D9003FD959/\\$File/3201814_0304.pdf](http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/t/D9003FD959/$File/3201814_0304.pdf); vlastní zpracování

ČSÚ. *Inflace – druhy, definice, tabulky* [online]. 2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z:
https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

ČSÚ. *Inflace, míra inflace - Metodika* [online]. 2014 [cit. 2014-06-25]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace

ČSÚ. *Inflace, spotřebitelské ceny* [online]. 2014 [cit. 2014-06-25]. Dostupné z:
http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/inflace_spotrebitelske_ceny

DĚDEK, Oldřich. *Měnový otřes 97* [online]. Praha: Česká národní banka, 2000. VP, č. 15 [cit. 2014-10-10].
Dostupné z:
http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/mp_wp/download/c-vp15-99.pdf

EUROPEAN COMMISSION. *Eurostat* [online]. 2015 [cit. 2015-04-12]. Dostupné z:
<http://ec.europa.eu/eurostat>

EUROPEAN COMMISSION. *HICP – inflation rate* [online]. 2014 [cit. 2014-10-05].
Dostupné z:
<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>

FRIEDMAN, Milton. The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* [online]. 1968, vol. 58, s. 1 – 17 [cit. 2014-06-30]. Dostupné z:
https://wwz.unibas.ch/fileadmin/wwz/redaktion/makrooekonomie/intermediate_macro/reader/8/02_Friedman_AER1968.pdf

HOSPODÁŘSKÁ KOMORA ČESKÉ REPUBLIKY. *Mimořádné prohlášení prezidenta HK ČR ke zmrazení cen elektřiny* [online]. © 2013 Hospodářská komora ČR [cit. 2014-06-30]. Dostupné z: <http://www.komora.cz/aktualni-zpravodajstvi/aktuality-1/mimoradne-prohlaseni-prezidenta-hk-cr-ke-zmrazeni-cen-elektriny.aspx>

Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. In: *Sbírka zákonů České republiky*. 1993, částka 3, s. 035. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf

Seznam zkratk

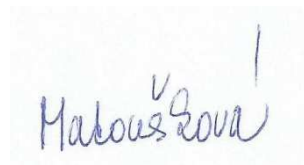
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
CZK	česká koruna
DEM	německá marka
ECB	Evropská centrální banka
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
EUR	euro
EUROSTAT	Evropský statistický úřad
HDP	hrubý domácí produkt
HIPC	harmonizovaný index spotřebitelských cen
max.	maximální
p. b.	procentní bod
USA	Spojené státy americké
USD	americký dolar

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. dubna 2015



.....
Bc. Petra Matoušková