

UNIVERZITA KARLOVA  
PRÁVNICKÁ FAKULTA

# DIPLOMOVÁ PRÁCE

2018

Simona Bilková

**UNIVERZITA KARLOVA**

**Právnická fakulta**

**Simona Bilková**

**Inflační cílení jako měnový indikátor  
centrálních bank**

Diplomová práce

Vedoucí diplomové práce: doc. JUDr. PhDr. Ilona Bažantová, CSc.

Katedra: Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu) : 21.6.2018

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracovala samostatně, že všechny použité zdroje byly řádně uvedeny a že práce nebyla využita k získání jiného nebo stejného titulu.

Dále prohlašuji, že vlastní text této práce včetně poznámek pod čarou má 143 203 znaků včetně mezer.

.....  
Simona Bilková

V Praze dne 21.6.2018

## Poděkování

Chtěla bych poděkovat především své vedoucí diplomové práce, paní doc. JUDr. PhDr. Iloně Bažantové, CSc., za čas, který strávila čtením mé diplomové práce, za připomínky k ní, odborné vedení, pomoc při výběru vhodné literatury a rychlé odpovědi na e-maily.

# Obsah

Prohlášení .....	II
Poděkování .....	II
Seznam tabulek, grafů, boxů a rovnic .....	IV
Úvod .....	1
1. Teoretické vymezení pojmu centrální banky a cílování inflace .....	4
1.1 Pojem centrální banky .....	4
1.2 Pojem cílování inflace .....	10
2. Inflační cílování České národní banky .....	20
2.1 Česká národní banka a mechanismus cílování inflace v ČR .....	20
2.2 Inflační cíle stanovené Českou národní bankou .....	27
3. Inflační cílování Evropské centrální banky .....	34
3.1 Postavení Evropské centrální banky .....	34
3.2 Cenová stabilita podle Evropské centrální banky .....	41
4. Komparace inflačního cílování České národní banky a Evropské centrální banky ....	48
4.1 Dosahování inflačních cílů do roku 2007 .....	49
4.2 Dosahování inflačních cílů po roce 2007 .....	55
Závěr .....	63
Seznam použitých zkratek .....	66
Seznam použitých zdrojů .....	68

## Seznam tabulek, grafů, boxů a rovnic

<b>Tabulka 1</b> Státy využívající inflační cílování.....	15
<b>Tabulka 2</b> Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2018 .....	26
<b>Tabulka 3</b> Inflační cíle České národní banky v čisté inflaci v letech 1998 - 2005 .....	28
<b>Tabulka 4</b> Hodnoty a data změn repo sazeb České národní banky od prosince 1995 do února 2018 .....	30
<b>Tabulka 5</b> Nejvyšší představitelé centrálních bank států eurozóny .....	35
<b>Tabulka 6</b> Vývoj míry inflace a inflačních cílů v letech 1998 - 2007 v České republice a v eurozóně .....	51
<b>Tabulka 7</b> Vývoj míry inflace a inflačních cílů v letech 2008 - 2017 v České republice a v eurozóně .....	57
<b>Graf 1</b> Pravidlo měnové politiky .....	9
<b>Graf 2</b> Phillipsova křivka.....	16
<b>Graf 3</b> Reakce na neočekávaně vysokou inflaci v režimu cílování inflace a cílování cenové hladiny .....	18
<b>Graf 4</b> Vývoj dvoutýdenní repo sazby a dvoutýdenní sazby PRIBOR na koncích let 1998 - 2017 .....	29
<b>Graf 5</b> Prognóza a skutečný stav vývoje míry inflace od 3. čtvrtletí 2016 do 1. čtvrtletí 2018.....	33
<b>Graf 6</b> Měnová báze v eurozóně od ledna 2015 do dubna 2018 .....	39
<b>Graf 7</b> Vývoj sazeb Evropské centrální banky v období 1.1.1999 - 16.3.2016.....	45
<b>Graf 8</b> Výše sazeb EONIA vždy k 1.1. v letech 1999 - 2018.....	46

<b>Graf 9</b> Odchylka míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle v letech 1998 - 2007 v České republice a v eurozóně.....	54
<b>Graf 10</b> Odchylka míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle v letech 2008 - 2017 v České republice a v eurozóně.....	60
<b>Box 1</b> Doslovné znění článku 130 Smlouvy o fungování Evropské unie .....	36
<b>Box 2</b> Doslovné znění článku 282 Smlouvy o fungování Evropské unie .....	38
<b>Rovnice 1</b> Taylorovo pravidlo.....	21
<b>Rovnice 2</b> Redukovaná forma modelu cílování inflace.....	31
<b>Rovnice 3</b> Výpočet indexu spotřebitelských cen.....	34

# Úvod

Cílování inflace jakožto jeden ze základních měnověpolitických režimů centrálních bank slouží k naplnění nejdůležitějšího a základního cíle, který si většina moderních centrálních bank stanovila, a to péče o cenovou stabilitu. Nejvyšší instituční autority monetární politiky v daném státě se pokouší na základě prognózy očekávaného vývoje pomocí změny stanovených měnových nástrojů, které se promítnou do určitého transmisního mechanismu, ovlivňovat skutečnou míru inflace tak, aby dosáhla veřejně vyhlášené cílové hodnoty, a zároveň zakotvit určitá konkrétní inflační očekávání v očích veřejnosti.

V současnosti režim cílování inflace pro dosahování úkolů své měnové politiky používá okolo třiceti států světa, vyspělých i rozvojových. Další centrální banky, které nejsou oficiálně považovány za banky využívající inflační cílování, stanovují své inflační cíle implicitně nebo kromě péče o cenovou stabilitu usilují ještě o další cíl, například o co nejvyšší míru zaměstnanosti. De facto tak počet států přistoupivších na režim inflačního cílování dosahuje ještě vyššího počtu.

Inflační cílování se poprvé vyskytlo zhruba před třiceti lety a rychle se stalo globálním fenoménem, jež většina centrálních bank moderního typu využívá dodnes. V souvislosti s vývojem světové ekonomiky však v průběhu tohoto období vytanuly různé problematické aspekty inflačního cílování a začaly se šířit diskuze o jeho vhodnosti pro monetární politiku centrálních bank. Jelikož tedy cílování inflace představuje aktuální a stále diskutovanou problematiku, věnuje se mu i tato diplomová práce na téma „Inflační cílení jako měnový indikátor centrálních bank“.

Diplomová práce si klade za cíl porovnat úspěšnost inflačního cílování prováděného Českou národní bankou a Evropskou centrální bankou. Využívá především metody deskripce, například co do pojmu centrální banky či inflačního cílování, analýzy, například v otázkách vývoje měr inflace v jednotlivých letech, a komparace, především co do dosahování inflačních cílů, které si stanovily Česká národní banka a Evropská centrální banka.

První kapitola se zabývá samotnými pojmy centrální banky a cílování inflace a jejím cílem je vymezit je. Podkapitola 1.1 definuje centrální banku, shrne její účely v historii a dnes, rozčlení podle jednotlivých kritérií nástroje, které má centrální banka pro svou činnost k dispozici, a vysvětlí mechanismus jejich fungování. Podrobněji se zabývá nejdůležitějšími vlastnostmi centrálních bank, mezi které patří především institucionální, osobní, funkční a



finanční nezávislost, důvěryhodnost a odpovědnost; v neposlední řadě také definuje monetární politiku a objasňuje pravidlo měnové politiky centrálních bank.

Hlavní obsah podkapitoly 1.2 činí teoretická problematika inflačního cílování. Nejprve podkapitola vysvětluje pojem inflace a míra inflace a stanovuje důvody, proč k dosažení cenové stability poslouží nízká a stabilní míra inflace v podobě inflačního cíle. Poté popisuje samotný mechanismus inflačního cílování a podrobněji se zabývá průkopníkem v této oblasti, Novým Zélandem. Objasňuje základní ekonomické koncepty související s inflačním cílováním, a to Taylorovo pravidlo a střednědobou a dlouhodobou vertikální Phillipsovu křivku. Pro srovnání také nabízí přehled dříve používaného režimu většiny centrálních bank, cílování peněžní zásoby, a potenciálního nástupce, cílování cenové hladiny.

Cílem druhé kapitoly je popsat činnost a inflační cílování České národní banky. Hlavním úkolem České národní banky jakožto centrální banky je péče o cenovou stabilitu, a tohoto úkolu se snaží dosáhnout pomocí režimu inflačního cílování. Podkapitola 2.1 stručně shrnuje historii centrálního bankovníctví na území českých zemí, popisuje standardní i nestandardní nástroje monetární politiky České národní banky a definuje péči o cenovou stabilitu. Podrobněji se zabývá nezávislostí a transparentností České národní banky, rozebírá víceroznicový simulační model pro inflační cílování a popisuje index spotřebitelských cen včetně složení oddílů spotřebního koše.

Podkapitola 2.2 informuje o inflačních cílech České národní banky v jednotlivých letech, a to od roku 1998, kdy byl stanoven první z nich. Zabývá se repo sazbou a procedurou vypořádání repo operací, popisuje konkrétní postup tvorby makroekonomické prognózy a podrobněji rozebírá Zprávu o inflaci II/2018, která byla nejaktuálnější v okamžiku psaní diplomové práce.

Třetí kapitola si klade za cíl popsat povahu a činnost Evropské centrální banky a její pojetí cenové stability. Podkapitola 3.1 nejprve shrnuje organizační složení Evropské centrální banky a podrobněji se zabývá Radou guvernérů a Výkonnou radou, seznamuje s nezávislostí a odpovědností Evropské centrální banky a vysvětluje kvantitativní uvolňování, které pro ni představuje od roku 2015 nestandardní nástroj měnové politiky, a jeho potenciální dopady.

Podkapitola 3.2 se věnuje problematice definice cenové stability, harmonizovaného indexu spotřebitelských cen a spotřebního koše, rozebírá důvody, kvůli kterým se vzájemně odlišují

míry inflace v jednotlivých členských státech eurozóny a soustřeďuje se na krátkodobé úrokové sazby Evropské centrální banky a na jejich vztah k úrokové sazbě EONIA.

Poslední, čtvrtá kapitola této diplomové práce, porovnává úspěšnost inflačního cílování České národní banky a Evropské centrální banky. Kapitulu rozděluje do dvou podkapitol, jež se obě zabývají desetiletým obdobím, podkapitola 4.1 roky 1998 – 2007 a podkapitola 4.2 roky 2008 – 2017, kdy jako předěl a mezník mezi jednotlivými obdobími slouží počátek finanční krize. Podkapitoly porovnávají dosahování stanovených inflačních cílů v jednotlivých letech v České republice a v eurozóně, k čemuž využívají jednak porovnání inflačních cílů a skutečných průměrných ročních měr inflace, jednak odchylky skutečných průměrných ročních měr inflace od střední hodnoty inflačního cíle. Snaží se také nabídnout možné zdůvodnění nedosažení stanoveného cíle v souvislosti s hospodářským vývojem.

# 1. Teoretické vymezení pojmu centrální banky a cílování inflace

První kapitola této diplomové práce pokládá teoretické základy v oblasti monetární politiky, bez nichž by nebylo možné podrobněji pochopit a zpracovat problematiku inflačního cílování. Jestliže se diplomová práce má zabývat cílováním inflace prováděným Českou národní bankou a Evropskou centrální bankou a jejich komparací, musí nejprve objasnit samotný pojem centrálního bankovníctví, význam instituce centrální banky, způsob jejího vzniku, její vlastnosti či nástroje pro dosahování vytýčených cílů, například operace na volném trhu, diskontní nástroje, povinné minimální rezervy či devizové intervence. Těmto otázkám se věnuje podkapitola 1.1. Následující podkapitola 1.2 vysvětluje pojem inflačního cílování a jeho předchůdce cílování peněžní zásoby či potenciálního nástupce cílování cenové hladiny, mechanismus fungování inflačního cílování a způsob dosažení stanovených cílů.

## 1.1 Pojem centrální banky

Skupina českých ekonomů ve své publikaci v úvodu věnovaném kapitole o centrální bance tento pojem nejprve vymezuje co nejšířejí a nejobecněji jako „*instituci, která má nezastupitelné místo především v oblastech měnové politiky a regulace bankovního systému.*“<sup>1</sup> Toto široce a obecně pojaté vymezení se významným způsobem liší od původního chápání centrální banky v historii a jejího primárního důvodu vzniku.

Historicky totiž centrální banka působila hlavně jako státní pokladna, tedy obhospodařovala účet panovníka nebo vlády a poskytovala chybějící zdroje. Vznikla buď pověřením konkrétní, již existující obchodní banky (například švédská centrální banka Sveriges Riksbank ze soukromé obchodní banky Stockholms banco), povolením emise hotovostních peněz některým vybraným bankám (například v Itálii, následovalo sloučení tří bank do centrální banky Banca d'Italia) nebo založením centrální banky jakožto nové instituce (jako například v případě the Bank of England).

Centrální banka vzniklá některým z uvedených způsobů se zásadním způsobem odlišuje od obchodních bank, vykonává vybrané specifické funkce, které obchodním bankám zůstávají zapovězeny. V současnosti mezi **hlavní úkoly centrálních bank** nepatří obhospodařování účtu panovníka či vlády a obstarávání prostředků, ale především emise peněz, vykonávání

---

<sup>1</sup> REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2014. s. 345. ISBN 978-80-7261-279-6.

pozice nejvyššího představitele monetární politiky a regulátora bankovního systému, dále funkce banky bank a banky státu či správce devizových rezerv. U moderních a vyspělých centrálních bank se za jejich nejdůležitější úkol považuje udržování cenové stability, kterou dosahují prostřednictvím úrokových sazeb, měnové báze nebo měnového kurzu.

Jako banka bank centrální banka vede účty obchodních bank, poskytuje jim úvěry či přijímá vklady. Jako banka státu pak vede účty veřejné moci, provádí inkasa a platby související s hospodařením státu a emituje státní cenné papíry. Tato emise je však ohraničena limity akceptace dluhopisů a státních pokladničních poukázek trhem. Pokud by totiž hrozilo, že subjekty na trhu nebudou ochotny státní cenné papíry odkupovat, nebo je budou ochotny odkupovat jen za nízkou cenu, nebude je centrální banka emitovat.<sup>2</sup>

Pro kvalitní a bezproblémový výkon uvedených funkcí disponuje centrální banka celou **řadou nástrojů**, které se dají členit do skupin podle nejrůznějších kritérií. Lze uvést například dělení podle intenzity využívání, kdy se nástroje rozlišují na operativní a občasné, dále dělení podle rychlosti zavedení, kdy lze rozlišit nástroje okamžitě použitelné a použitelné s poskytnutím doby k adaptaci, nebo také dělení podle charakteru, které zahrnuje tržní neboli nepřímé a administrativní neboli přímé nástroje. Tržní nástroje, které jsou v praxi využívány častěji, se dále dělí na operace na volném trhu, diskontní nástroje, kurzové intervence a povinné minimální rezervy, administrativní nástroje lze rozčlenit na limity úrokových sazeb a úvěrů bank.

Při **operacích na volném trhu** centrální banka nakupuje od komerčních bank cenné papíry nebo cenné papíry komerčním bankám prodává, čímž dochází ke změně rezerv bank. Nákupy zvyšují rezervy a měnovou bázi, prodeje snižují rezervy a měnovou bázi. Tyto nákupy a prodeje mohou probíhat třemi základními způsoby. Při prvním z nich dochází přímou operací přímo k nákupu a prodeji cenných papírů, zatímco u druhého z nich vykazuje takzvaná repo operace jen dočasný charakter, neboť centrální banka nakoupené cenné papíry znovu prodá a prodané cenné papíry znovu nakoupí. Měnová báze se tedy mění pouze na určitou omezenou dobu. Při posledním způsobu, takzvaných switch operacích, centrální banka prodává a nakupuje cenné papíry s různě dlouhými lhůtami splatnosti.

---

<sup>2</sup> REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2014. s. 213 – 246. ISBN 978-80-7261-279-6.

Další skupinu nástrojů centrálních bank představují diskontní nástroje. Diskontní nástroje lze rozčlenit na úvěry, které centrální banky poskytují obchodním bankám za různé úrokové sazby, a automatické facility, jejichž hlavním účelem je regulace krátkodobé úrokové sazby. **Úvěry** slouží především ke zvyšování měnové zásoby a zprostředkovaně k poklesu krátkodobé úrokové míry. Při diskontním úvěru centrální banka poskytuje obchodní bance finanční prostředky za diskontní úvěrovou sazbu. Obchodní banka svůj přijatý úvěr kryje cennými papíry. Další typ úvěru představuje lombardní úvěr, který centrální banka poskytuje obchodním bankám vykazujícím vyšší problémy s likviditou. Tyto banky jsou rizikovější dlužníci, proto lombardní sazba bývá vyšší než diskontní sazba. Poslední typ diskontních nástrojů, **automatické facility**, mohou fungovat v podobě vnitrodenních bezúročných úvěrů proti zástavě cenných papírů k zajištění finančních prostředků během dne, a také v podobě depozitních a zápůjčních facilit. Při využití depozitní facility si obchodní banky uloží přebytečné zdroje u centrální banky přes noc a získají jejich úročení diskontní sazbou. Při využití zápůjční facility si naopak obchodní banky zapůjčí chybějící finanční prostředky od centrální banky přes noc, a to obvykle za lombardní sazbu.

Mezi další nástroje centrálních bank určené k plnění stanovených cílů lze zařadit **kurzové intervence**. Kurzové intervence se dělí na přímé a nepřímé. Při nepřímých intervencích dochází k ovlivnění pohybu zahraničního kapitálu pomocí změn úrokových sazeb. Růst domácích sazeb láká zahraniční investory ke zhodnocení jejich volných finančních prostředků v České republice, způsobuje proto příliv zahraničního kapitálu. Pokles domácích sazeb naopak vyvolává odliv kapitálu z České republiky. Tento proces způsobuje změnu interakce mezi nabídkou a poptávkou zahraniční a domácí měny, tedy změnu směnného kurzu. Nepřímo tak přes změnu úrokových sazeb dochází k ovlivňování směnného kurzu. Přímé intervence pak představují přímý nákup nebo prodej zahraniční měny, a tedy ničím nezprostředkované ovlivnění směnného kurzu.

V neposlední řadě je potřeba do nástrojů centrálních bank zařadit **povinné minimální rezervy**. Povinné minimální rezervy představují určitý procentem stanovený finanční obnos z primárních vkladů komerčních bank, který komerční banky musí uchovávat na účtu u centrální banky, tedy jím nemohou disponovat, tím pádem dochází k ovlivnění jejich úrokové kapacity. Při zvyšování povinných minimálních rezerv disponibilní finanční prostředky a tedy i úroková kapacita klesají, při snižování povinných minimálních rezerv naopak rostou.

Centrální banky jakožto specifické instituce se specifickými úkoly a cíli disponují i určitými specifickými vlastnostmi, které určují jejich podstatu. Za velmi důležitý a určující znak centrálních bank lze považovat především jejich nezávislost, důvěryhodnost a odpovědnost. Všechny tyto vlastnosti společně vzájemně souvisí, těžko si představit funkční centrální banku moderního typu, která by některou ze jmenovaných vlastností postrádala.

Pro centrální banky členských zemí Evropské unie a pro Evropskou centrální banku platí **čtyři základní druhy nezávislosti**. Jedná se o nezávislost institucionální, osobní, funkční a finanční. Institucionální nezávislost představuje nezávislost na vládě či orgánech Evropské unie. Centrální banka od nich nesmí přijímat pokyny, ani se nechat jakýmkoliv způsobem ovlivňovat. Funkční nezávislost spočívá v autonomii určování cílů měnové politiky a nástrojů použitých pro jejich dosahování a primárně směřuje k naplňování cíle cenové stability. Osobní nezávislost se projevuje v nemožnosti odvolat představitele centrálních bank z politických důvodů a finanční nezávislost v neovlivnitelnosti bankovního rozpočtu, jehož správa připadá pouze dané centrální bance.<sup>3</sup>

**Nezávislost** centrální banky na vládě či jiné politické moci ve státě pozitivně působí na dosahování cenové stability. Centrální banka totiž díky tomu nepodléhá politickým cyklům, kdy především v předvolebním období by se političtí představitelé mohli pokusit ovlivnit centrální banku k dosažení vlastních zájmů a k využití nástrojů, které by krátkodobě uměle vyvolaly hospodářský růst, aby politikům stoupla popularita a byli znovuzvoleni, ale z dlouhodobého hlediska by tato opatření byla považována za nepromyšlená a spíše ekonomice škodící a narušující hospodářský cyklus.

V posledních letech, v souvislosti s finanční krizí a reakcí monetární politiky na ni, se však v odborných kruzích stále více objevují otázky, **zda je nezávislost centrálních bank udržitelná**. K této problematice se vyjádřili například londýnští profesori ekonomie, Charles Goodhart a Rosa Lastra. Poukazují na fakt, že veřejný dluh v posledních letech rostl téměř ve všech vyspělých ekonomikách, což se však neprojevovalo ve vyšší dluhové službě, protože úrokové míry, a tedy náklady na obhospodařování dluhu, klesaly. Neexistoval tedy důvod pro konflikt mezi vládami a centrálními bankami. Jakmile však dojde k nárůstu úrokových měr a k prohloubení trendu stárnutí populace ve většině vyspělých ekonomik, které snižuje

---

<sup>3</sup> REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2014. s. 213 – 246. ISBN 978-80-7261-279-6. Dále také Úř. věst. C 202, 7.6.2016, s.13, Smlouva o Evropské unii (konsolidované znění)

množství pracovní síly a daňovou základnu, zvýší se dluhová služba a veřejné výdaje. Centrální banka na takový vývoj bude muset reagovat zvyšováním úrokových sazeb, aby zabránila tendencím k nárůstu inflace, a to k nelibosti vlády. Goodhart a Lastra očekávají, že nezávislost centrálních bank v tomto případě ustoupí politické vůli vlády.<sup>4</sup>

Další hrozbu pro nezávislost centrálních bank zmiňuje bývalý hlavní ekonom Evropské centrální banky, Otmar Issing, a to konkrétně **využívání nástrojů s distribučními důsledky**, jako například levné půjčky určitým skupinám, bankám či společnostem. I když každé opatření monetární politiky má distribuční efekt, zmíněná opatření jsou diskriminační. Nezávislá instituce by podle Issinga neměla mít mandát pro tento druh intervencí, ten by měl zůstat v rukou politiků, a tedy voličů. Za další problematický aspekt považuje provádění de facto fiskální politiky, konkrétně v podobě intervencí na kapitálovém trhu a nákupů vládních dluhopisů. Dospívá však k závěru, že nezávislost centrální banky není důležitější než právní status, který tvoří základ pro provádění monetární politiky a přináší důvěryhodnost.<sup>5</sup>

Centrální banky jsou tedy instituce odpovědné za provádění monetární politiky. **Monetární politika** představuje soubor opatření a zásad směřujících k naplňování stanovených cílů. Podle držitele Nobelovy ceny za ekonomii a profesora Kolumbijské univerzity, Josepha Stiglitze, je efektivní provádění monetární politiky nesmírně obtížné, neboť vyžaduje důkladné znalosti. Aby monetární politika přinášela žádoucí výsledky, musí být ekonomové schopni přesně zhodnotit momentální stav ekonomiky, posoudit nejpravděpodobnější stav v blízké budoucnosti a mít celkovou detailní znalost ekonomiky. Teprve v tomto případě mohou být pečlivě posouzeny následky nejrůznějších akcí, především zvyšování a snižování úrokových sazeb.

Monetární politika je však vždy prováděna v prostředí nejistoty, a jedním ze způsobů, jak tuto nejistotu odstranit, je **udržovat stabilní míru inflace**. Potřebnost udržování stabilní míry inflace vyplývá podle Stiglitze ze tří premis. Zaprvé, nadměrná inflace je nákladná. Zadruhé, její odstraňování, je ještě nákladnější. A zatřetí, jakmile začne inflace jednou růst, vykazuje tendenci akcelarovat mimo kontrolu. Proto i v případě, že prioritou dané centrální banky je nízká míra nezaměstnanosti, měla by inflace vykazovat stanovené žádoucí hodnoty, neboť snižování nadměrné inflace s sebou přináší náklady v podobě rozsáhlých recesí.

---

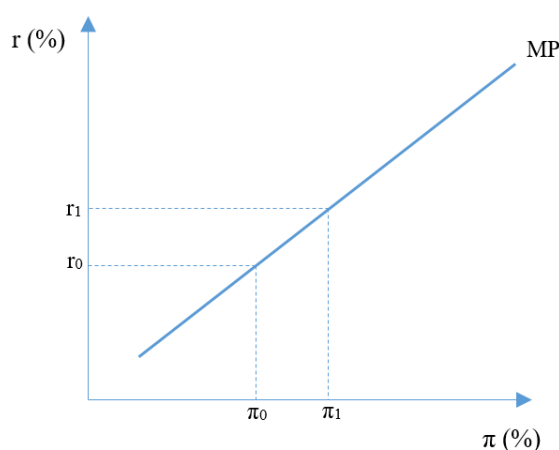
<sup>4</sup> GOODHART, Charles, LASTRA Rosa. Potential threats to central bank independence. *Vox* [online]. 2018 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/potential-threats-central-bank-independence>.

<sup>5</sup> ISSING, Otmar. The uncertain future of central bank independence. *Vox* [online]. 2018 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/uncertain-future-central-bank-independence>.

Sám Joseph Stiglitz však ve své studii tyto premisy rozporuje a nahlíží na jejich kredibilitu z nejrůznějších úhlů pohledu. Nakonec však zdůrazňuje, že jakékoliv závěry vyvracející jejich platnost, ke kterým ekonomové nebo on sám dospěli pomocí nejrůznějších testů, nemohou být považovány za bernou minci, neboť síla těchto testů je velmi nejistá. Extrémní verzi těchto premis, kterou se podle Stiglitze řídí některé centrální banky, však považuje za založenou spíše na víře, než na vědecké evidenci.<sup>6</sup>

Udržování žádoucí míry inflace hraje pro centrální banky významnou roli. Reakci centrálních bank na vyšší míru inflace v podobě zvýšení reálných úrokových sazeb, tedy podle Fisherovy rovnice rozdílu mezi nominální úrokovou sazbou a očekávanou mírou inflace, lze popsat reakční funkcí centrální banky či též **pravidlem měnové politiky centrální banky**. Křivka měnové politiky je zobrazena na grafu 1 a ilustruje vztah mezi reálnou úrokovou sazbou a mírou inflace.

Graf 1 Pravidlo měnové politiky



Zdroj: SOUKUP, Jindřich, POŠTA, Vít, NESET, Pavel, PAVELKA, Tomáš, DOBRYLOVSKÝ, Jiří. *Makroekonomie. 2. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2010. s. 346. ISBN 978-80-7261-219-2*

Jak vyplývá z grafu, křivka MP je rostoucí. To znamená, že centrální banky reagují na vyšší míru inflace zvýšením reálných úrokových sazeb, respektive mění nominální úrokové sazby tak, aby udržely požadovanou výši reálných úrokových sazeb. Růst sazeb omezuje spotřební výdaje, investice, vládní výdaje a čistý export. Reakční funkci centrální banky lze znázornit i jako funkci míry inflace a produkční mezery, která vyjadřuje rozdíl mezi potenciálním a reálným produktem. Pokud je produkční mezera kladná, rostou inflační očekávání a centrální

<sup>6</sup> STIGLITZ, Joseph E. Central Banking in a Democratic Society. *De Economist* [online]. 1998 [cit. 2018-05-19]. s. 210-215. Dostupné z: <https://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:159262>.



banka zvýší reálné úrokové sazby. Pokud je naopak záporná a centrální banka se obává recese, sníží reálné úrokové sazby.

V posledních letech, tedy v období finanční krize a překonávání jejích následků, získaly centrální banky celou řadu nových funkcí, které jdou nad rámec provádění monetární politiky. Jedná se například o mikrobezpečnostní a makrobezpečnostní (makroprudenční) dohled a krizový management. Makrobezpečnostní politika si za svůj cíl stanovuje udržování finanční stability. Měla by především přispět k potlačení četnosti krizí a ke zmírnění jejich průběhu.

**Nástroje makrobezpečnostní politiky** se dělí především do třech oblastí, a to na nástroje kapitálové, likviditní a kreditní. Kapitálové nástroje, jako například proticyklická kapitálová rezerva, mají především zajistit odolnost kreditních institucí v době krizí. Kreditní opatření v podobě maximálních možných poměrů půjček k celkové hodnotě věci či půjček k celkovému příjmu slouží k zajištění schopnosti dlužníků splácet i v méně příznivých dobách. Likviditní opatření směřují ke snížení zranitelnosti bank, která se objevuje v důsledku vystavení levným, ale nestabilním úvěrům.<sup>7</sup>

Za rozšíření mandátu by se dalo považovat také **využití nekonvenčních nástrojů monetární politiky**, které některé centrální banky po roce 2008 začaly praktikovat. Jedná se především o kvantitativní uvolňování či intervence na devizovém trhu, oběma pojmům se tato diplomová práce bude věnovat v následujících kapitolách. V souvislosti s těmito zmíněnými opatřeními se objevila kritika centrálních bank, spočívající ve zdůraznění překročení mandátu, především v podobě přerozdělování příjmů a bohatství a podpory finančního sektoru na úkor společnosti jako celku, tedy v oblastech, které tradičně vyžadovaly více demokratické legitimacy a kontroly.

## 1.2 Pojem cílování inflace

Jak již bylo uvedeno, hlavním úkolem převážné většiny centrálních bank je péče o cenovou stabilitu. Trvalý růst cenové hladiny v ekonomice v čase, neboli **inlace**, představuje jeden ze základních ekonomických fenoménů. Bývá vyjádřena především mírou inflace, tedy procentními změnami cenové hladiny v ekonomice za určité období oproti předchozímu

---

<sup>7</sup> LIM, Cheng Hoon, COLUMBA, Francesco, COSTA, Alejo, KONGSAMUT, Piyabha, OTANI, Akira, SAIYID, Mustafá, WEZEL, Torsten, WU, Xiaoyong. Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?. *International Monetary Fund* [online]. [cit. 2018-06-04]. s. 8. Dostupné z: [http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos\\_preliminares/120525%20Macroprudential%20Policy%20IMF%202011.pdf](http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/120525%20Macroprudential%20Policy%20IMF%202011.pdf).

období. Míra inflace se počítá pomocí jednoho z cenových indexů, v České republice se jedná o index spotřebitelských cen (CPI, consumer price index), v Evropské unii pak o harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP, harmonised index of consumer prices).

**Cenové indexy** poměří ceny spotřebního koše, který obsahuje reprezentativní výrobky a služby za dvě období, a jednotlivé váhy, které jsou danému zboží či službě přisouzeny a vyjadřují podíl spotřeby daného zboží či služby na celkové spotřebě domácností. V České republice míra inflace bývá nejčastěji vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku, přírůstkem indexu spotřebitelských cen k předchozímu měsíci či přírůstkem indexu spotřebitelských cen k základnímu období.<sup>8</sup>

Centrální banka se pokouší právě míru inflace ovlivňovat, a to prostřednictvím cílování inflace. Cílování inflace představuje politiku centrálních bank či jiných ústředních měnových autorit, při níž se úrokové sazby používají k řízení nárůstu cen směrem k veřejně vyhlášenému cíli v podobě míry inflace, jež byla předtím těmito centrálními měnovými autoritami stanovena. Úroková míra a míra inflace se pohybují v opačném směru, proto je politika centrální banky týkající se zvyšování či snižování úrokových měr za účelem ovlivňování míry inflace velice transparentní a podle příznivců inflačního cílování vede ke zvýšení ekonomické stability.

Inflace jakožto růst cenové hladiny, znamená pro ekonomiku mnohdy negativní jev. Mezi **hlavní nevýhody nadměrné inflace** patří pokles kupní síly peněz a snížení výše úspor. Za stejnou nominální částku peněz lze získat menší množství výrobků a služeb, protože jednotlivé výrobky a služby zdražily. Nadměrná inflace také odrazuje od investic a stimuluje kapitálový odliv, jelikož investoři vkládají své prostředky místo do domácích aktiv do aktiv v zahraničí či do vzácných kovů.

**Inflační cíle** většinou nejsou nulové, ale pohybují se v jednociferných hodnotách. Nulový inflační cíl se nedoporučuje, neboť nulová míra inflace neumožňuje, aby reálné úrokové míry dostatečně klesly ke stimulaci poptávky v situacích, kdy se centrální banka snaží nastartovat růst ekonomiky. Inflační cíle bývají většinou střednědobé (v horizontu dvou až

---

<sup>8</sup> Inflace, míra inflace - Metodika. *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-05-20]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz\\_se\\_rekne\\_inflace\\_resp\\_mira\\_inflace#4](https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace#4).

tří let), takže umožňují operativně reagovat na případné výkyvy v hospodářském cyklu a provádět krátkodobé odklony.<sup>9</sup>

Cílování inflace také pomohlo překonat bezvýslednou debatu mezi monetaristy a neokeynesiánci. Oba proudy mohly nový režim považovat za vylepšení a rozšíření svých stávajících pozic. Monetaristé mohli inflační cílování považovat za měnový cíl po přizpůsobení neočekávaným a neočekávatelným změnám v rychlosti, které komplikovaly aplikaci monetárních cílů. Naopak neokeynesiánci mohli inflační cílování považovat za přímou spojnici mezi oficiální úrokovou mírou a produktem a cenami.<sup>10</sup>

Centrální banky zemí, které využívají inflační cílování, tuto politiku přijaly většinou v reakci na neúspěch jiných režimů monetární politiky, například dříve velice rozšířeného **cílování peněžní zásoby**. To se začalo poprvé používat v sedmdesátých letech dvacátého století a úspěchy vykazovalo například v Německu a Švýcarsku, neúspěchy naopak například ve Spojených státech amerických, Spojeném království Velké Británie a Severního Irska či Kanadě.

Příčinou byla nestabilita vztahu měnových agregátů a cílových proměnných, mezi které patří například míra inflace. Dosažení měnového cíle proto nemusí nutně vyústit v dosažení určené cílové inflace. Cílování peněžní zásoby se jako vhodné jeví pouze za předpokladu, že centrální banka je schopna kontrolovat peněžní zásobu. Ve většině případů však taková možnost neexistuje, neboť poptávka po penězích vykazuje značnou nestabilitu související mimo jiné i s inovacemi na finančních trzích.

Řešení v podobě cílování inflace se poprvé objevilo v devadesátých letech dvacátého století, jako průkopník figuroval **Nový Zéland**, následován Kanadou, Izraelem či Spojeným královstvím Velké Británie a Severního Irska. Na základě zákona, který nabyt účinnosti v únoru 1990, se Rezervní banka Nového Zélandu stala nezávislou a jejím jediným cílem měla do budoucna být cenová stabilita. Guvernér Rezervní banky měl být považován odpovědným za úspěšnost monetární politiky, v případě nedosažení stanovených cílů měl být dokonce odvolán. Novému Zélandu se podařilo snížit cílovou roční míru inflace z 3 až 5 % na konci roku 1990 na 0 až 2 % v roce 1993, tento cíl byl posléze změněn na 0 až 3 %.

---

<sup>9</sup> JAHAN, Sarwat. Inflation Targeting: Holding the Line. Mezinárodní měnový fond [online]. [cit. 2018-03-01]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>.

<sup>10</sup> GOODHART, Charles, LASTRA Rosa. Potential threats to central bank independence. *Vox* [online]. 2018 [cit. 2018-05-19]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/potential-threats-central-bank-independence>.

V roce 1992 dosahovala inflace méně než 2 %, ale za cenu hluboké recese a ostrého růstu nezaměstnanosti, která však v následujících letech výrazně poklesla.

Na příkladu Nového Zélandu lze demonstrovat i jeden neúspěšný koncept, a to **index měnových podmínek** (monetary conditions index), který byl přijat jako primární indikátor monetární politiky v roce 1997. Index měnových podmínek byl váženým průměrem směnného kurzu a krátkodobých úrokových sazeb. Jestliže klesá směnný kurz, obvykle se v budoucnu bude zvyšovat inflace, takže musí dojít k růstu úrokových sazeb. Vlivy úrokových měr a směnného kurzu na inflaci však závisí na příčině šoku. Pokud depreciace vznikla jako důsledek změn v portfoliích, vede k inflaci a musí dojít ke změně úrokových sazeb. Pokud však pochází z reálného šoku, například z negativního šoku směnných relací způsobujícího pokles poptávky po exportech země, objevují se naopak deflační tendence, takže správnou reakcí by byl pokles úrokových sazeb. Přesně tento typ šoku postihl Nový Zéland v roce 1997, nicméně úrokové sazby byly zvýšeny, nikoliv sníženy, takže došlo k hluboké recesi a deflaci v roce 1999. V důsledku tohoto vývoje začal Nový Zéland opět jako indikátor monetární politiky používat přesnoční úrokové sazby.<sup>11</sup>

Při cílování inflace centrální banka odhadne budoucí inflaci a porovná ji s cílovou mírou inflace, která je považována za žádoucí. Rozdíl mezi odhadem a požadovanou výší představuje prostor pro přizpůsobení monetární politiky. Způsob stanovení výsledných cílů se u jednotlivých centrálních měnových autorit liší. Mezi nejčastější patří zvolení inflačních cílů se symetrickým oscilačním pásmem okolo střední hodnoty, konkrétní bodovou míru inflace bez oscilačních pásem či nejvyšší přijatelný limit inflace.

Budoucí inflaci centrální banka odhadne pomocí makroekonomických prognóz. Následně rozhodne o změně výše úrokových sazeb, které mají zajistit dodržení stanoveného inflačního cíle. Americký ekonom John B. Taylor popsal pomocí empirických dat změnu úrokových sazeb Federálním rezervním systémem a dospěl k pravidlu, které se označuje jako pravidlo úrokových sazeb či **Taylorovo pravidlo**. Toto pravidlo zobrazuje rovnice 1 a vysvětluje, jakým způsobem měnil Federální rezervní systém úrokové sazby v závislosti na odchylce skutečné míry inflace od její 2% požadované úrovně a na produkční mezeře.

---

<sup>11</sup> MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting [online]. 2001 [cit. 2018-03-12]. Dostupné z: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf>.

$$i = \pi + 0,5 \times \left( \frac{Y - Y^*}{Y^*} \right) + 0,5 \times (\pi - 0,02) + 0,02$$

kde: $i$	nominální úroková sazba
$\pi$	míra inflace
$\left( \frac{Y - Y^*}{Y^*} \right)$	produkční mezera

Zdroj: SOUKUP, Jindřich, POŠTA, Vít, NESET, Pavel, PAVELKA, Tomáš, DOBRYLOVSKÝ, Jiří. *Makroekonomie. 2. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2010. s. 336. ISBN 978-80-7261-219-2*

Jestliže **prognóza inflace vzroste na úroveň vyšší**, než jakou stanoví daný inflační cíl, například z důvodu dočasného pozitivního poptávkového šoku přinášejícího růst produktu nad potenciál, zvýší centrální měnová autorita úrokové sazby, což následně povede k poklesu výdajů a tím pádem ke zpomalení nárůstu cen. Pokud **inflace naopak dosahuje nižších hodnot**, než jaké vyžaduje stanovený cíl, například v případě výskytu negativního poptávkového šoku, který způsobuje pokles produktu pod potenciál, sníží centrální měnová autorita úrokové sazby, na což budou subjekty reagovat nárůstem svých výdajů.

Následně se nabízí otázka, jak vysoká míra inflace by měla sloužit jako inflační cíl, který opravdu přináší cenovou stabilitu. **Cenová stabilita** se dá definovat jako míra inflace, která je dostatečně nízká na to, aby ji domácnosti a firmy nemusely zahrnovat do svých každodenních rozhodování. Podle Frederica Mishkina, profesora Kolumbijské univerzity a bývalého člena výboru guvernérů Federálního rezervního systému, tento předpoklad naplňuje jakákoliv míra inflace vyšší než 0 % a maximálně 3 %.<sup>12</sup>

Jak vyplývá z tabulky 1, většina centrálních bank států využívajících inflační cílování skutečně volí svůj cíl v rozmezí označeném Mishkinem, nicméně tato skutečnost neplatí bezvýhradně. Kromě cílové míry inflace nabízí tabulka 1 také přehled všech 28 států, které přijaly režim inflačního cílování, rok jeho přijetí a počáteční míru inflace. Arménie, Česká republika, Maďarsko a Polsko zavedly inflační cílování při přechodu z centrálně plánovaných na tržní ekonomiky. Tři další státy – Finsko, Slovensko a Španělsko - od inflačního cílování upustily v souvislosti s přijetím eura. Plnohodnotné inflační cílování vyžaduje jasný závazek dosáhnout určenou míru inflace za určité časové období, pravidelné

<sup>12</sup> MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting [online]. 2001 [cit. 2018-03-12]. Dostupné z: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf>.

zpřístupňování inflačních cílů veřejnosti a institucionální zakotvení odpovědnosti centrální banky za dosažení tohoto cíle.

Tabulka 1 Státy využívající inflační cílování

Stát	Rok přijetí inflačního cílování	Míra inflace při přijetí inflačního cílování (%)	Cílová míra inflace (%)
<b>Nový Zéland</b>	1990	3,3	1-3
<b>Kanada</b>	1991	6,9	2±1
<b>Spojené království</b>	1992	4	2
<b>Austrálie</b>	1993	2	2-3
<b>Švédsko</b>	1993	1,8	2
<b>Česká republika</b>	1997	6,8	3±1
<b>Izrael</b>	1997	8,1	2±1
<b>Polsko</b>	1998	10,6	2,5±1
<b>Brazílie</b>	1999	3,3	4,5±1
<b>Chile</b>	1999	3,2	3±1
<b>Kolumbie</b>	1999	9,3	2-4
<b>Jihoafrická republika</b>	2000	2,6	3-6
<b>Thajsko</b>	2000	0,8	0,5-3
<b>Maďarsko</b>	2001	10,8	3±1
<b>Mexiko</b>	2001	9	3±1
<b>Island</b>	2001	4,1	2,5±1,5
<b>Jižní Korea</b>	2001	2,9	3±1
<b>Norsko</b>	2001	3,6	2,5±1
<b>Peru</b>	2002	-0,1	2±1
<b>Filipíny</b>	2002	4,5	4±1
<b>Guatemala</b>	2005	9,2	5±1
<b>Indonésie</b>	2005	7,4	5±1
<b>Rumunsko</b>	2005	9,3	3±1
<b>Srbsko</b>	2006	10,8	4-8
<b>Turecko</b>	2006	7,7	5,5±2
<b>Arménie</b>	2006	5,2	4,5±1,5
<b>Ghana</b>	2007	10,5	8,5±2
<b>Albánie</b>	2009	3,7	3±1

Zdroj: JAHAN, Sarwat. *Inflation Targeting: Holding the Line*. Mezinárodní měnový fond [online].  
Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>

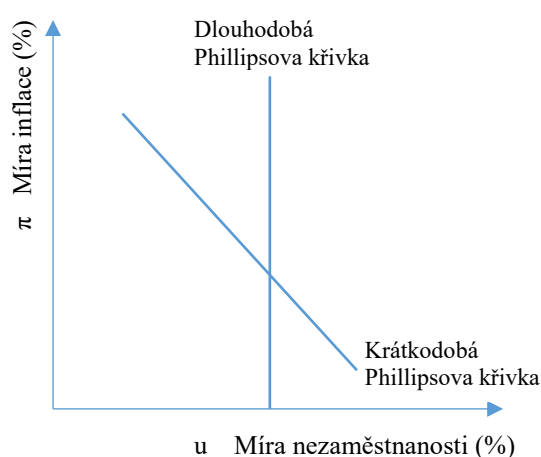
Nutno podotknout, že ačkoliv inflační cíle vyhláší i množství dalších států, **nepovažují se za země s plnohodnotným režimem inflačního cílování**, protože kromě určité míry inflace

usilují i o dosahování jiných cílů, například maximální zaměstnanosti či konkrétního vývoje dlouhodobých úrokových sazeb. Naopak některé další státy přijaly mnohé ze základních prvků inflačního cílování, ale nevyhlašují cílové sazby. Do první uvedené skupiny lze zařadit kupříkladu Federální rezervní systém, který v lednu 2012 vyhlásil inflační cíl 2 %, ale jelikož vykonává dvojí mandát, konkrétně usiluje o dosažení maximální zaměstnanosti a stability cen, nemůže se počítat mezi země s plnohodnotným inflačním cílováním.<sup>13</sup>

Pro přijetí nového režimu přispěla také akceptace konceptu střednědobé a dlouhodobé vertikální Phillipsovy křivky. Phillipsova křivka zobrazuje vztah mezi inflací a nezaměstnaností, kdy na horizontální ose vyznačuje míru nezaměstnanosti a na vertikální ose míru inflace. Dlouhodobá Phillipsova křivka jako vertikála značí, že neexistuje substituční vztah mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti. Mohlo tedy být konstatováno, že nízká míra inflace, o kterou inflační cílování usiluje, nemá dlouhodobý negativní vliv na hospodářský růst, ale podporuje ho.

Především keynesiánská ekonomická věda však po dlouhá léta věřila, že substituční vztah mezi inflací a nezaměstnaností, kdy by rostoucí míra inflace byla doprovázena klesající mírou nezaměstnanosti a naopak, je pravidlem. Hospodářský vývoj však prokázal, že v dlouhém období tento vztah neplatí, lze ho aplikovat pouze v krátkém období. Narušují ho totiž inflační očekávání. Krátkodobou a dlouhodobou Phillipsovu křivku zobrazuje graf 2.

Graf 2 Phillipsova křivka



Zdroj: SOUKUP, Jindřich, POŠTA, Vít, NESET, Pavel, PAVELKA, Tomáš, DOBRYLOVSKÝ, Jiří. *Makroekonomie. 2. aktualizované vydání*, Praha: Management Press, 2010. s. 422. ISBN 978-80-7261-219-2

<sup>13</sup> JAHAN, Sarwat. Inflation Targeting: Holding the Line. *Mezinárodní měnový fond* [online]. [cit. 2018-03-01]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>.

Aby se inflační cílování dalo považovat za úspěšné, musí naplňovat několik zásadních aspektů. Patří k nim **transparentnost, zodpovědnost centrální banky a její komunikace s veřejností**. Centrální banka informuje veřejnost především o cílech a limitech monetární politiky, stanoví konkrétní numerickou hodnotu inflačního cíle a osvětlí způsob, jakým byl vytvořen. Dále nastíní způsoby, jakými má být cíl za současné situace ekonomiky dosažen, popřípadě potenciální důvody odchylek od cíle. Díky dostatku informací může soukromý sektor lépe plánovat a snížit tak svoji nejistotu ohledně monetární politiky, úrokových měr či inflace. Kredibilita inflačních cílů je důležitá i v období krize. Jestliže zasáhne negativní poptávkový šok, centrální banka uvolní monetární politiku, aniž by se musela bát, že tyto krátkodobé akce způsobí zvýšení dlouhodobých inflačních očekáváníí.

Centrální banky se samozřejmě zajímají nejenom o hodnotu míry inflace, ale i o hodnotu domácí měny. **Depreciace** vede v důsledku vyšších cen importovaného zboží a vyšší zahraniční poptávky po domácích exportech k růstu inflace, obzvláště v malých ekonomikách. **Appreciace** zase činí domácí firmy méně konkurenceschopnými ve srovnání s firmami zahraničními. Centrální banky by proto mohly být sváděny limitovat pohyby směnných kurzů, avšak k těmto krokům by mělo být přistupováno s rozvahou, neboť by mohly vyústit v přednostní postavení směnného kurzu na úkor dosahování stanoveného inflačního cíle.<sup>14</sup>

Zajímavým konceptem posledních let se jeví **cílování cenové hladiny**. To by mohlo dopomoci vyřešit problém neúčinnosti monetární politiky v situaci nulových nominálních úrokových sazeb. V případě neočekávaně vysoké inflace v současnosti by cílování cenové hladiny usilovalo do budoucna o podprůměrnou inflaci, zatímco cílování inflace by usilovalo o průměrnou (cílovou) inflaci bez ohledu na současnou výši inflace. Tuto situaci zobrazuje graf 3.

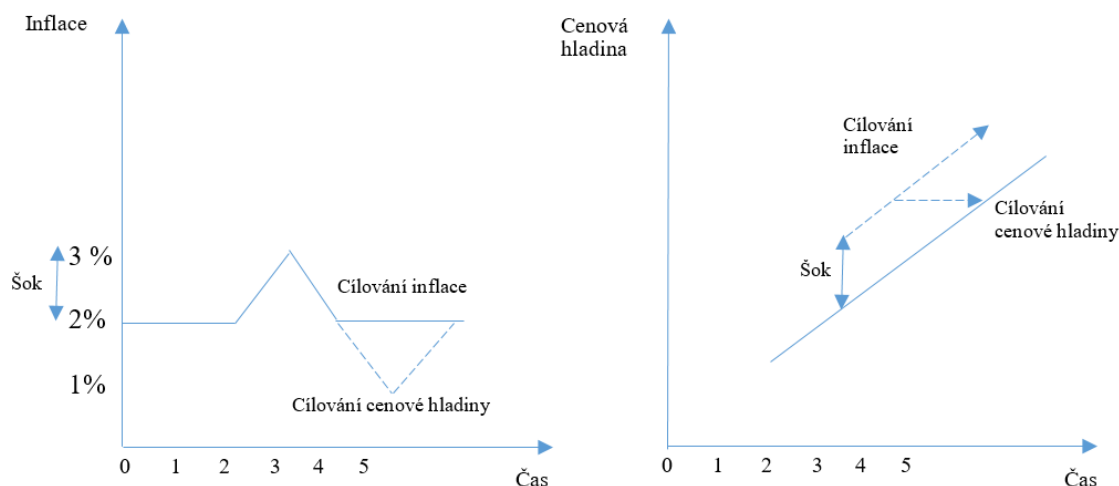
Jestliže centrální banka ohlásí cílovou míru inflace ve výši 2 % a v období 3 inflace nečekaně vzroste na 3 %, racionální domácnosti a firmy budou očekávat budoucí inflaci v období 4 a 5 v souladu se stanoveným inflačním cílem ve výši 2 %. V režimu cílování cenové hladiny by však očekávání inflace v období 5 byla pouze 1 %, neboť v tomto období usiluje centrální banka o podprůměrnou inflaci.

---

<sup>14</sup> MISHKIN, Frederic S. From Monetary Targeting to Inflation Targeting. Světová banka [online]. 2001 [cit. 2018-03-07]. Dostupné z: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19531/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.



Graf 3 Reakce na neočekávaně vysokou inflaci v režimu cílování inflace a cílování cenové hladiny



Zdroj: HATCHER, Michael, MINFORD, Patrick. *Inflation targeting vs price-level targeting: A new survey of theory and empirics*. VOX [online]. 2014 Dostupné z: <https://voxeu.org/article/inflation-targeting-vs-price-level-targeting>, vlastní zpracování

V případech, kdy se musí monetární politika vyrovnat s nulovými nominálními úrokovými sazbami, například po zasažení velkým negativním šokem agregátní poptávky, by cílování cenové hladiny mohlo poskytnout účinný nástroj. Úrokové sazby jsou v těchto momentech sníženy na nulu, aby se pokusily stimulovat ekonomiku. Inflační očekávání však zůstávají v režimu cílování inflace stejná, takže jediným způsobem, jak dále stimulovat ekonomiku, je snižování nominálních úrokových měn, což už ale v tomto případě není možné.

Za předpokladu, že se domácnosti a firmy dobře vyznají v pravidlech monetární politiky, mohly by dokonce očekávat nižší budoucí inflaci, což by zvýšilo reálné úrokové sazby a ve výsledku ještě více snížilo poptávku a pravděpodobně zapříčinilo vleklou recesi. Cílování cenové hladiny vede k rozdílnému inflačnímu očekávání. Například, po poptávkovém šoku, kdy inflace klesne pod 2 %, kredibilní cíl cenové hladiny vytvoří očekávání budoucí inflace vyšší než 2 %. Tato očekávání sníží současnou reálnou úrokovou míru a poskytne stimul agregátní poptávky a tlak na růst cen. Cílování cenové hladiny, založené na neokeynesiánských modelech, je již poměrně dobře teoreticky zpracovaným fenoménem, avšak vyžaduje statistické testy a podrobnější praktické prozkoumání.<sup>15</sup>

<sup>15</sup> HATCHER, Michael, MINFORD, Patrick. *Inflation targeting vs price-level targeting: A new survey of theory and empirics*. VOX [online]. 2014 [cit. 2018-03-10]. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/inflation-targeting-vs-price-level-targeting>.

K problematice cílování cenové hladiny se vyjádřil například i Oldřich Dědek, člen bankovní rady České národní banky. Ten k cílování cenové hladiny zastává poněkud skeptičtější názor. Jako příklad uvádí situaci velmi nízké inflace až potenciální deflace, která by pro dosažení cílové cenové hladiny vyžadovala vyšší inflaci, jež by mohla vyvolat riziko indexování, takže by podniky a odbory automaticky počítaly při tvorbě cen s inflační přírůžkou, což Oldřich Dědek považuje za potenciálně nežádoucí stav. Po dosažení cílené cenové hladiny pak bude hrozit deflace ještě víc, jelikož inflace bude muset klesat, aby byla udržena cenová hladina.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Půvab cílování inflace spočívá v komunikaci. *Česká národní banka* [online]. 16.3.2018 [cit. 2018-06-02]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180316\\_dedek\\_roklen.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180316_dedek_roklen.html).

## 2. Inflační cílování České národní banky

Druhá kapitola této diplomové práce se zabývá inflačním cílováním tak, jak ho provádí Česká národní banka. Nejprve v podkapitole 2.1 stručně nastiňuje specifika České národní banky jakožto centrální banky České republiky, a poté objasňuje mechanismus fungování cílování inflace v České republice, vysvětluje vícerovnicový model používaný pro cílování inflace či cílovaný index CPI. Podkapitola 2.2 se zabývá inflačními cíli stanovenými Českou národní bankou v průběhu jednotlivých let režimu cílování inflace, prozatím jenom deskriptivně, neboť zhodnocení úspěšnosti režimu cílování inflace ponechává čtvrté kapitole této diplomové práce, a soustřeďuje se také na aktuální Zprávu o inflaci II/2018.

### 2.1 Česká národní banka a mechanismus cílování inflace v ČR

Za cílování inflace v České republice je odpovědná Česká národní banka. Česká národní banka je centrální bankou České republiky a právní podklad pro její činnost představuje zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance. První institucí tohoto typu na našem území byla Národní banka Československá, k jejímuž založení došlo v roce 1926. V období Protektorátu Čechy a Morava centrální banka podléhala Říšské bance a v roce 1950 pak vznikla Státní banka československá, která se k 1.1.1993 přetvořila na Českou národní banku, jež ve funkci centrální banky působí dodnes.<sup>17</sup>

Česká národní banka disponuje **nástroji měnové politiky**, které byly uvedeny v první kapitole této diplomové práce. Jednotlivé nástroje jsou využívány v souladu se stanovenými cíli monetární politiky a podle jejich vhodnosti k dosažení tohoto cíle. Mezi nejdůležitější nástroje v současnosti patří operace na volném trhu, které především slouží k ovlivňování tržních úrokových sazeb pomocí stanovení maximální výše repo sazby. Další nástroj představují automatické facility, obzvláště depozitní facilitu, kdy si obchodní banky ukládají přebytečné likvidní prostředky přes noc u České národní banky za úrok ve výši diskontní sazby. Obchodní banka musí požádat o facilitu Odbor korunových a devizových intervencí nejpozději 15 minut před uzavřením účetního dne systému CERTIS a musí uskutečnit obchod ve výši minimálně 10 milionů korun. Další nástroj měnové politiky České národní banky tvoří povinné minimální rezervy ve výši 2 % ze základny pro výpočet povinných

---

<sup>17</sup> Historie ČNB. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-01]. Dostupné z: <http://www.historie.cnb.cz/cs/>. Taktéž BAŽANTOVÁ, Ilona. Centrální bankovníctví v české historii po současnost: Institucionální pohled. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, 195 s., ISBN 80-86729-19-2.

minimálních rezerv. Povinné rezervy slouží k zajištění bezproblémového průběhu mezibankovního styku.<sup>18</sup>

V souvislosti s nástupem finanční krize po roce 2008 byly mnohé centrální banky nuceny sáhnout k nestandardním nástrojům měnové politiky. Zatímco některé volily kvantitativní uvolňování, Česká národní banka započala 7. listopadu 2013 devizové intervence, neboli **kurzový závazek**, jak tento nástroj nazývají členové bankovní rady České národní banky, které ukončila až 6. dubna 2017. Impulzem pro jejich zahájení bylo neplnění stanoveného inflačního cíle. Intervence probíhaly v podobě udržování kurzového závazku ve výši okolo 27 korun za euro, tedy oslabení koruny, pomocí nákupu deviz Českou národní bankou. Stahování deviz z oběhu a naopak prodej korun do oběhu vedl k nárůstu nabídky koruny a tedy k oslabení její hodnoty. Česká národní banka vynaložila během devizových intervencí přes dva biliony korun a devizové rezervy dosáhly tři biliony korun.<sup>19</sup>

Nabízí se otázka, jaký vliv tyto nestandardní nástroje mají a budou mít na českou ekonomiku. Podle Mojžíry Hampla, viceguvernéra České národní banky, proběhl přechod od nestandardních ke standardním nástrojům měnové politiky hladce a bez šoků. Největší nejistota pro něj v souvislosti s následujícím vývojem představuje zahraničí, zatímco koruna se chová předvídatelně. K její stabilitě pomáhá velké množství kapitálu, které během intervencí přiteklo do České republiky v souvislosti s očekáváním posilování koruny a které nemůže rychle odtéct, neboť by způsobilo znehodnocení koruny, tedy opak požadovaného výsledku. Tento kapitál tedy z české ekonomiky míří pryč pomalu a působí tak na korunu stabilizující silou. Podle něj také díky kurzovým intervencím začaly růst reálné příjmy, investice a produktivita práce.<sup>20</sup>

Co se týče **péče o finanční stabilitu**, nevyužívá Česká národní banka jako svůj nástroj úrokové sazby, ale různá doporučení. V polovině roku 2018 je také aktuální potenciální novela zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, která by v sobě zahrnovala prvky makroobezřetnostní politiky. Konkrétně by se mohlo jednat o LTV jako maximální výši úvěru k hodnotě nemovitosti, DSTI jako určení maximální hodnoty části příjmů využitých

---

<sup>18</sup> Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-03]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html).

<sup>19</sup> Na intervence proti posilující koruně vydala ČNB zhruba dva biliony korun, březen byl rekordní. *Česká televize* [online]. [cit. 2018-06-01]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/2113127-na-intervence-proti-posilujici-korune-vydala-cnb-zhruba-dva-biliony-korun-brezen>

<sup>20</sup> Žádný sešup přijít nemusí. *Česká národní banka* [online]. 21.5.2018 [cit. 2018-06-02]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180521\\_hampl\\_tyden.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180521_hampl_tyden.html).

pro splácení hypotéky a DTI jako množství let potřebných ke splacení hypotéky v případě jejího hrazení ze všech dostupných příjmů. Hypoteční úvěry tvoří 60 % veškerého českého úvěrového trhu, proto jejich obezřetnější regulace představuje důležitý způsob předcházení problémům se splácením v dobách recese.<sup>21</sup>

Česká národní banka disponuje **vlastním rozpočtem** a je striktně oddělena od veřejných rozpočtů. Z toho vyplývá, že zdroje na její činnost nepochází z daní, ale z vlastní činnosti České národní banky. O výsledku hospodaření publikuje každý rok zprávy, dále zveřejňuje výroční zprávy, roční účetní závěrku a dekadní bilance. Na webových stránkách České národní banky jsou k 21.6.2018 dostupné roční zprávy o výsledku hospodaření od roku 1999 do roku 2017. V okamžiku psaní diplomové práce nejaktuálnější zpráva z roku 2017 podléhala auditu nezávislého auditora, společnosti Deloitte Audit s.r.o., která neshledala žádná významná pochybení, účetní závěrka tedy podává věrný přehled aktiv, pasiv, nákladů, výnosů a výsledku hospodaření České národní banky.<sup>22</sup>

Sedmičlennou bankovní radu složenou z guvernéra, dvou viceguvernerů a dalších čtyř členů jmenuje na základě § 6 odstavce 2 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, prezident České republiky. Podle § 6 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, jsou členové bankovní rady jmenováni na 6 let a žádný z nich nesmí zastávat funkci člena bankovní rady více než dvakrát. S členstvím jsou neslučitelné některé funkce, které zákon č.6/1993 Sb., o České národní bance, stanoví. V roce 2018 zastává funkci guvernéra České národní banky Jiří Rusnok, funkci viceguvernerů Mojmir Hampl a Vladimír Tomšík, a funkci členů Vojtěch Benda, Oldřich Dědek, Marek Mora a Tomáš Nidetzký.<sup>23</sup>

Aby centrální banka byla co **nejtransparentnější**, publikuje čtyřikrát ročně Zprávy o inflaci a Monitoring centrálních bank. Monitoring centrálních bank slouží především k seznámení veřejnosti s vývojem měnové politiky v zahraničí, konkrétně s vývojem základních měnových ukazatelů, nejdůležitějších témat monetární politiky či nadcházejících událostí. Zjišťuje a publikuje také inflační očekávání nefinančních korporací a firem finančních trhů. Dále zveřejňuje každý měsíc Globální ekonomický výhled, informující o predikcích a

---

<sup>21</sup> Rozhodování o zvýšení sazeb nás čeká až v dalších čtvrtletích. *Česká národní banka* [online]. 22.2.2018 [cit. 2018-06-02]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180222\\_rusnok\\_ct24\\_byznys.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180222_rusnok_ct24_byznys.html).

<sup>22</sup> Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky - 2017. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-01]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2017.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2017.pdf).

<sup>23</sup> Členové bankovní rady. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-03]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/clenove\\_bankovni\\_rady/index.html](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/clenove_bankovni_rady/index.html).

výhledech významných mezinárodních institucí a určených centrálních bank pro eurozónu, Německo, USA, Čínu a další oblasti světa.

Hlavním cílem České národní banky je **péče o cenovou stabilitu**. Tento cíl je zakotven v článku 98 odstavci 1 hlavy šesté ústavního zákona č. 1/1993 Sb., Ústavě České republiky, a Česká národní banka ho dosahuje pomocí ovlivňování míry inflace v ekonomice, a to inflačním cílováním. Česká národní banka přistoupila k inflačnímu cílování v roce 1997. K tomuto kroku vedlo několik důvodů, z nichž lze například uvést problémy předchozího monetaristického transmisního mechanismu, především pak nestabilita peněžního multiplikátoru a důchodové rychlosti peněz, či nejasný vztah měnových agregátů a inflace; dále také očekávaná transparentnost inflačního cílování a jeho možnost ovlivnění inflačních očekávání a stabilizace úrokových sazeb či omezení nástrojů centrální banky, které umožňují účinně sledovat pouze jeden cíl, jímž je v případě České národní banky vnitřní cenová stabilita, a v neposlední řadě také šance na maximalizaci tempa růstu HDP v dlouhém období.<sup>24</sup>

Nadměrná inflace je v ekonomice nežádoucím stavem z několika důvodů. V inflačním prostředí se investoři zaměřují na krátkodobější investice a na zajištění proti inflaci, spíše než na dlouhodobější investice s vyšší produktivitou. Růst nominálních sazeb způsobený zvyšující se inflací láká do ekonomiky příliv rizikového krátkodobého kapitálu. Významný následek vysoké inflace představují také inflační a depreciační očekávání ekonomických subjektů, která počítají do budoucna s pokračujícím vysokým tempem růstu míry inflace.

Cílování inflace je v České republice založeno na **víceroznicovém simulačním modelu** spadajícím do skupiny střednědobých poptávkových modelů, který vychází z myšlení neokeynesiánců, z endogenity měnové báze a peněz, ze závěru, že inflační očekávání se utvářejí částečně adaptivně a částečně racionálně, a pracuje s pojmem produkční mezery, která vyjadřuje rozdíl mezi skutečným a potenciálním produktem. Centrální banka se snaží produkční mezeru ovlivňovat pomocí úrokového transmisního mechanismu, konkrétně agregátní poptávkou. Redukovaný tvar modelu cílování inflace zahrnuje reakční funkci centrální banky a inflační prognózu a obsahuje predeterminované proměnné známé ve výchozím období. Jeho podobu znázorňuje rovnice 2.

---

<sup>24</sup> REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2014. s. 345 – 356. ISBN 978-80-7261-279-6.

$$\text{Reakční funkce centrální banky: } REPO_t - REPO_E = f_1[P_t(p_{t+1}) - p_{t+1}^T]$$

kde:	$p_{t+1}^T$	inflační cíl centrální banky v čase t+1
	$P_t(p_{t+1})$	inflační prognóza centrální banky v čase t na čas t+1
	$REPO_t$	repo sazba centrální banky v čase t
	$REPO_E$	dlouhodobě rovnovážná repo sazba

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

kde:	$x_{t,1} \dots x_{t,n}$	predeterminované proměnné v inflační prognóze
------	-------------------------	---

Zdroj: REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovnictví. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2014. s. 347. ISBN 978-80-7261-279-6.*

Co se týče **inflačních očekávání**, existují dva základní přístupy k jejich tvorbě, a to adaptivní a racionální. Adaptivní teorie je typická pro monetaristy a vychází z předpokladu, že tržní subjekty svá očekávání vývoje inflace zakládají pouze na jejich historických hodnotách, ne na žádných dalších informacích. Racionální teorie zastává pozici neoklasiků a tvrdí, že tržní subjekty se při získávání a používání informací k utvoření představ o budoucnosti chovají racionálně. Mají k dispozici informace o vývoji ekonomických proměnných, které ovlivňují vývoj inflace, a tyto informace využívají až do té doby, kdy se mezní náklady na získání další informace vyrovnají mezním přínosům této informace.

Jak již bylo uvedeno, vícerovnicový simulační model využívaný pro inflační cílování v České republice vychází z předpokladu, že tržní subjekty tvoří svá očekávání budoucí míry inflace částečně adaptivně a částečně racionálně. Racionální tvorba očekávání počítá s více proměnnými a je tedy daleko přesnější. Čím nižší je tedy podíl adaptivní složky, tím úspěšnější je monetární politika.

Vlastní cílování inflace zahrnuje několik fází. Jedná se o stanovení inflačního cíle, vytvoření inflačních prognóz a operativní řízení za použití krátkodobé úrokové sazby centrální banky. Změny repo sazby tedy mají reagovat na míru inflace obsaženou v inflační prognóze, respektive na odchylku míry inflace z prognózy od cílované míry inflace, a zapříčinit tak vývoj inflace směrem k inflačnímu cíli. Cílování inflace může být doplněné určením **výjimek**, při jejichž výskytu Česká národní banka nemusí inflační cíl plnit, obvyklými

důvody bývají cenové šoky na světových komoditních trzích, živelné pohromy, změny nepřímých daní apod., tedy mimořádné, pro ekonomiku neobvyklé jevy, za jejichž výskytu by důsledné lpění na dosažení inflačního cíle mohlo mít spíše dlouhodobě negativní následky pro budoucí hospodářský vývoj.

Na počátku Česká národní banka cílovala čistou inflaci, avšak od roku 2002 cíluje celkový **index spotřebitelských cen**, CPI. CPI sleduje změnu cen spotřebního koše typické české domácnosti. Daný spotřební koš obsahuje zboží a služby, které domácnosti spotřebovávají, tedy které si domácnosti kupují za svoje příjmy. Ceny jednotlivých položek spotřebního koše se zjišťují buď centrálně, sem patří především ceny shodné pro celou Českou republiku či ceny zjistitelné z výkazů či z internetu, nebo místně z terénního šetření. Jako zajímavost lze uvést, že pracovníci terénního zjišťování v konkrétní prodejně sami vybírají nejprodávanější výrobek v dané výrobové specializaci, která je určena obecně.

Při výpočtu indexu spotřebitelských cen nejprve dochází k výpočtu průměrné ceny jednotlivého zboží a služeb. Z průměrné ceny v jednotlivých krajích vypočtených jako prostý aritmetický průměr cen v jednotlivých sledovaných provozovnách a obchodech se vypočte celorepublikový průměr, a to konkrétně jako vážený aritmetický průměr z krajských cen, kdy jako váhy slouží střední stav obyvatelstva v kraji, pro rok 2018 je to střední stav v roce 2016.<sup>25</sup>

**Spotřební koš** se člení na dvanáct základních oddílů, které jsou dále rozděleny na skupiny, třídy a podskupiny. Oddíly, skupiny, třídy a podskupiny vychází od ledna 2018 z nové klasifikace, a to Evropské klasifikace individuální spotřeby podle účelu (ECOICOP, European Classification of Individual Consumption according to Purpose), na základě nařízení Evropského parlamentu a Rady Evropské unie. Tato klasifikace přináší detailnější členění spotřebního koše. Do konce roku 2017 byla využívána Klasifikace individuální spotřeby podle účelu (COICOP, Classification of individual consumption by purpose). Inflaci v České republice měří Český statistický úřad.<sup>26</sup>

Způsob výpočtu indexu spotřebitelských cen bývá pravidelně aktualizován. Každé dva roky se mění váhy a každý rok se mění jednotlivé reprezentativní **položky ve spotřebním koši**.

---

<sup>25</sup> Indexy spotřebitelských cen (metodická příručka pro uživatele). *Český statistický úřad* [online]. 2018 [cit. 2018-05-22]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/documents/10180/26822363/manual\\_isc\\_2018.pdf/ab0c03f6-2131-4a01-9210-abca95fe64b8?version=1.3](https://www.czso.cz/documents/10180/26822363/manual_isc_2018.pdf/ab0c03f6-2131-4a01-9210-abca95fe64b8?version=1.3).

<sup>26</sup> Indexy spotřebitelských cen - inflace - časové řady. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2018-05-22]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/isc\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/isc_cr).



Od ledna 2018 jsou pro výpočet indexu spotřebitelských cen použity váhy založené na výdajích domácností v roce 2016. Tabulka 2 nabízí přehled základních dvanácti oddílů spotřebního koše a jejich váhu v promile.

*Tabulka 2 Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2018*

ECOICOP	Název	Váha (v ‰)
E00	Úhrn	1000,000000
E01	Potraviny a nealkoholické nápoje	177,627679
E02	Alkoholické nápoje, tabák	92,144617
E03	Odívání a obuv	41,451348
E04	Bydlení, voda, energie, paliva	257,169343
E05	Bytové vybavení, zařízení domácnosti; opravy	58,098800
E06	Zdraví	24,540525
E07	Doprava	101,737021
E08	Pošty a telekomunikace	28,849455
E09	Rekreace a kultura	86,270565
E10	Vzdělávání	5,742462
E11	Stravování a ubytování	59,129828
E12	Ostatní zboží a služby	67,238258

*Zdroj: Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2018. Český statistický úřad [online]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot\\_kos2018.pdf/adfd3064-17f2-4820-975d-b67cc7af61b3?version=1.5](https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot_kos2018.pdf/adfd3064-17f2-4820-975d-b67cc7af61b3?version=1.5)*

Do oddílu „ostatní zboží a služby“ spadají výrobky a služby osobní péče (elektrické přístroje, kadeřnické služby a drogistické zboží), osobních potřeb a doplňků, sociální péče, finančních služeb, pojištění a ostatních služeb jinde neuvedených (administrativní poplatky a právní a pohřební služby).<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Indexy spotřebitelských cen (metodická příručka pro uživatele). Český statistický úřad [online]. 2018 [cit. 2018-05-22]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/documents/10180/26822363/manual\\_isc\\_2018.pdf/ab0c03f6-2131-4a01-9210-abca95fe64b8?version=1.3](https://www.czso.cz/documents/10180/26822363/manual_isc_2018.pdf/ab0c03f6-2131-4a01-9210-abca95fe64b8?version=1.3).

Index spotřebitelských cen se počítá na základě vzorce, který zobrazuje rovnice 3. Výsledný index spotřebitelských cen je určen aritmetickým průměrem změn cen v jednotlivých oddílech. Jak vyplývá z předchozí tabulky, význam jednotlivých oddílů pro změnu indexu spotřebitelských cen se liší, některé oddíly zaujímají vyšší promilovou váhu. Dojde-li proto například k nárůstu cen nájemného bytů a domů, dojde také k výraznějším nárůstu indexu spotřebitelských cen a tedy inflace, než by způsobila například změna cen šampónů na vlasy.

Rovnice 3 Výpočet indexu spotřebitelských cen

$$CPI_t = \frac{\sum \frac{p_t}{p_0} \times p_0 q_0}{\sum p_0 q_0} \times 100$$

kde:	$p_t$	cena výrobku nebo služby v běžném období
	$p_0$	cena výrobku nebo služby v základním období
	$p_0 q_0$	fixní váha základního období

Zdroj: SOUKUP, Jindřich, POŠTA, Vít, NESET, Pavel, PAVELKA, Tomáš, DOBRYLOVSKÝ, Jiří. *Makroekonomie. 2. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2010. s. 311. ISBN 978-80-7261-219-2*

## 2.2 Inflační cíle stanovené Českou národní bankou

Mezi lety 1998 a 2005 Česká národní banka cílovala **čistou inflaci**. Čistá inflace vychází z neúplného spotřebního koše, nezahrnuje do něj položky s regulovanými cenami a položky s cenami ovlivněnými jinými administrativními opatřeními. V prosinci roku 1997 byl stanoven jednak krátkodobý inflační cíl pro rok 1998 ve výši 5,5 – 6,5 %, jednak střednědobý cíl pro konec roku 2000 ve výši 3,5 – 5,5 %. Cíl pro rok 1999 dosahoval 4 – 5 %. V dubnu 1999 pak došlo k formulování cíle dlouhodobé měnové strategie pro konec roku 2005 v čisté inflaci, a to v intervalu 1 – 3 %. Pro rok 2001 byl cíl stanoven ve výši 2 – 4 % míry inflace.

V dubnu 2001 padlo rozhodnutí o přechodu z cílování čisté inflace na cílování celkové inflace (tedy přírůstku indexu spotřebitelských cen) a o vyjádření pásma pro období leden 2002 – prosinec 2005 ve výši 3 – 5 % a později 2 – 4 %, tedy tak, aby v lednu 2002 toto pásmo vykazovalo vyšší rozpětí než na konci roku 2005. Od ledna 2006 byl cíl vyhlášen bodově ve výši 3 % s 1% tolerančním pásmem a od ledna 2010 až do 21.6.2018 platí inflační cíl 2 % s maximální odchylkou 1 % na obě strany. Bodový cíl byl místo pásma zvolen proto, neboť poskytuje přesnější údaj a působí tak pozitivněji na jistotu inflačních očekávání. Pro lepší přehled jsou jednotlivé cíle v čisté inflaci od roku 1998 do roku 2005 zaznamenány v tabulce 3.

Tabulka 3 Inflační cíle České národní banky v čisté inflaci v letech 1998 - 2005

Rok	Výše	Plnění k měsíci	Stanoveno v
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: Cílování inflace v ČR. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html#c2](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#c2)

Dosažení stanoveného inflačního cíle umožňuje operativní řízení krátkodobé úrokové sazby centrální banky. Česká národní banka v současnosti využívá **krátkodobou repo sazbu** a takzvaný systém tendrů. Vypořádání repo operací probíhá americkou aukční procedurou, kdy Česká národní banka přednostně přijme nabídky na nejnižší úrokovou sazbu, a to do výše předpovězeného přebytku denní likvidity. Tendry mohou být na stažení likvidity nebo na dodání likvidity. Pokud dojde k neuspokojení části poptávky v tendru na stažení likvidity, bude tlačit na mezibankovním trhu na pokles sazby PRIBID pod úroveň repo sazby centrální banky. Neuspokojená část poptávky v tendru na dodání likvidity bude zase tlačit na mezibankovním trhu na růst sazby PRIBOR nad úroveň repo sazby centrální banky. Repo tendr Česká národní banka provádí obvykle třikrát týdně a vyhláší ho kolem 9:30 hodin. Za nejnižší objem transakce považuje 300 milionů korun a dále násobky 100 milionů korun.

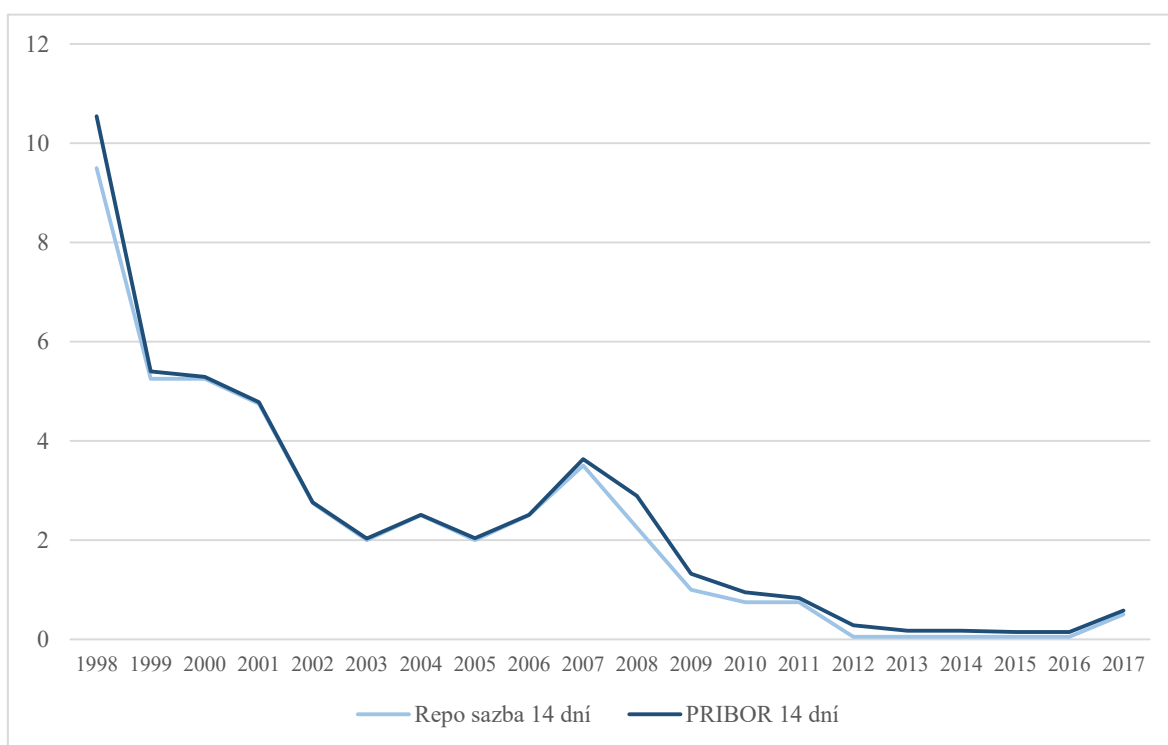
V současnosti Česká národní banka využívá tendrů na stažení likvidity se splatností 14 dní. Vychází z předpokladu, že **růst úrokové míry vede k poklesu inflace**. Tomu tak je v případě, kdy příliv krátkodobého kapitálu vyvolá apreciaci domácí měny, což následně vede k poklesu inflace. Dále také v případě, kdy pokles poptávky po investičních a spotřebních úvěrech vyvolá pokles agregátní poptávky a následně inflace. Pokles cen akcií způsobí pokles bohatství domácností, zpomalení spotřeby a tím i pokles inflace. Vyšší dluhová služba domácností v postavení dlužníka také zpomalí spotřebu a vede k poklesu inflace. V neposlední řadě je pokles inflace implikován i poklesem inflačních očekávání.

V některých transmisních kanálech však **může růst úrokových sazeb vyvolat i zvýšení inflace**. Ke zvýšení inflace dojde například při zvýšení úrokových nákladů firem. Také

pokles investic vede jednak ke snížení agregátní nabídky v dlouhém období, jednak k poklesu mezinárodní konkurenceschopnosti, zhoršení zahraničních směnných relací a depreciací měny, přičemž oboje ústí v růst inflace. Zvýšení úrokových příjmů domácností v pozicích věřitelů vede ke zvýšení spotřeby a tím i k nárůstu inflace. V neposlední řadě také zvýšení dluhové služby státního rozpočtu způsobí monetizaci státního dluhu a nárůst inflace.

Krátkodobé úrokové sazby centrální banky ovlivňují dlouhodobé tržní úrokové sazby. Nejprve se centrální banka snaží ovlivnit krátkodobé tržní úrokové sazby. Jak zobrazuje graf 4, sazba PRIBOR 14 dní a repo sazba 14 dní se v čase vyvíjejí velice podobně. Důvodem je arbitrážní vztah mezi repo sazbou (cenou uložení prostředků u České národní banky) a sazbou **PRIBOR**, za kterou obchodní banky půjčují jiným obchodním bankám na mezibankovním trhu s depozity. Pro investice a spotřebu, které přímo ovlivňují výši HDP, jsou rozhodující výše dlouhodobých úrokových sazeb, které relativně korespondují s vývojem krátkodobých sazeb.

Graf 4 Vývoj dvoutýdenní repo sazby a dvoutýdenní sazby PRIBOR na koncích let 1998 - 2017



Zdroj: Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB? a Sazby PRIBOR - měsíční a roční průměry. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cs/faq/jak\\_se\\_vyvijela\\_dvoutydenni\\_repo\\_sazba\\_cnb.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydenni_repo_sazba_cnb.html) a  
[https://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/pribor/prumerne\\_form.jsp](https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/pribor/prumerne_form.jsp), vlastní úprava

Ke změnám úrokové sazby dochází obvykle postupně, tedy větší změna se promítne do více na sebe navazujících menších změn, které umožňují tržním subjektům na ně postupně reagovat. Od počátku zavedení systému inflačního cílování se repo sazba změnila celkem 88x. Přehled výše repo sazby a data změny za celé období využívání na území České republiky nabízí tabulka 4.

Tabulka 4 Hodnoty a data změn repo sazeb České národní banky od prosince 1995 do února 2018

Změna	%	Změna	%	Změna	%	Změna	%
8.12.1995	11,30	4.8.1997	14,50	25.6.1999	6,50	31.10.2005	2,00
29.3.1996	11,50	31.10.1997	14,80	30.7.1999	6,25	28.7.2006	2,25
29.4.1996	11,60	1.12.1997	18,50	3.9.1999	6,00	29.9.2006	2,50
9.5.1996	11,80	2.12.1997	18,00	5.10.1999	5,75	1.6.2007	2,75
21.6.1996	12,40	3.12.1997	17,50	27.10.1999	5,50	27.7.2007	3,00
4.6.1997	39,00	4.12.1997	16,75	26.11.1999	5,25	31.8.2007	3,25
11.6.1997	29,00	9.12.1997	15,50	23.2.2001	5,00	30.11.2007	3,50
18.6.1997	25,00	10.12.1997	15,00	27.7.2001	5,25	8.2.2008	3,75
20.6.1997	22,00	17.12.1997	14,75	30.11.2001	4,75	8.8.2008	3,50
23.6.1997	20,00	20.3.1998	15,00	22.1.2002	4,50	7.11.2008	2,75
24.6.1997	18,50	17.7.1998	14,50	1.2.2002	4,25	18.12.2008	2,25
30.6.1997	18,20	14.8.1998	14,00	26.4.2002	3,75	6.2.2009	1,75
1.7.1997	17,90	25.9.1998	13,50	26.7.2002	3,00	11.5.2009	1,50
7.7.1997	17,00	27.10.1998	12,50	1.11.2002	2,75	7.8.2009	1,25
8.7.1997	16,50	13.11.1998	11,50	31.1.2003	2,50	17.12.2009	1,00
9.7.1997	16,20	4.12.1998	10,50	26.6.2003	2,25	7.5.2010	0,75
16.7.1997	16,00	23.12.1998	9,50	1.8.2003	2,00	29.6.2012	0,50
22.7.1997	15,70	18.1.1999	8,75	25.6.2004	2,25	1.10.2012	0,25
23.7.1997	15,40	29.1.1999	8,00	27.8.2004	2,50	2.11.2012	0,05
24.7.1997	15,20	12.3.1999	7,50	28.1.2005	2,25	4.8.2017	0,25
28.7.1997	14,90	9.4.1999	7,20	1.4.2005	2,00	3.11.2017	0,50
1.8.1997	14,70	4.5.1999	6,90	29.4.2005	1,75	2.2.2018	0,75

Zdroj: *Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/faq/jak\\_se\\_vyvijela\\_dvoutydenni\\_repo\\_sazba\\_cnb.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydenni_repo_sazba_cnb.html)*

Česká národní banka pravidelně zveřejňuje a aktualizuje **prognózy inflace**, měnově politické situace, HDP, úrokových sazeb či směnného kurzu. V době psaní této diplomové práce (21.6.2018) Česká národní banka prognózovala meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen pro duben, květen a červen 2018 ve výši 1,9 %. Důležitým ekonomickým ukazatelem pro tvorbu inflačních očekávání je i meziroční růst reálného

hrubého domácího produktu, který Česká národní banka odhaduje pro rok 2018 ve výši 3,9 % a pro rok 2019 ve výši 3,4 %. Současnou podobu úrokových sazeb nejvíce ovlivňuje takzvaný horizont měnové politiky, což je časový úsek zhruba 12 – 18 měsíců v budoucnosti. Nicméně je třeba podotknout, že na vývoj úrokových sazeb mají od vydání prognózy velký vliv i nové informace nebo odlišný názor členů bankovní rady na hospodářský vývoj v budoucnu.<sup>28</sup>

Česká národní banka tedy sestavuje makroekonomickou prognózu. Její odborníci z měnové sekce, z predikčního týmu, vytváří nejpravděpodobnější odhad budoucího vývoje ekonomiky a postupů centrální banky. Tento proces trvá zhruba měsíc. První krok tvoří diskuze nad současnou pozicí České republiky v hospodářském cyklu, očekávaný ekonomický vývoj v zahraničí. Následuje tvorba krátkodobé prognózy na následující čtvrtletí, založené na jednorovnicových i složitějších modelech a na expertním posouzení.

Krátkodobá prognóza se následně vkládá do jádrového střednědobého predikčního modelu tvořeného desítkami rovnic. Celý proces zahrnuje komplexní diskuze, zpracovávání výsledků modelů a názorů jednotlivých členů týmu na potenciální šoky či trendy. Někdy se může stát, že kromě oficiální prognózy tým expertů vytvoří ještě alternativní scénáře makroekonomické prognózy, které prodiskutuje s bankovní radou. Prognóza je následně zveřejněna osm dní od jejího projednání ve Zprávě o inflaci, která vychází každého čtvrt roku.<sup>29</sup>

Ke 21.6.2018 byla nejaktuálnější šedesátistránková **Zpráva o inflaci II/2018**, schválená bankovní radou 10. května 2018, s informacemi dostupnými ke 20. dubnu 2018. Zpráva o inflaci se zveřejňuje od roku 1998 a svou současnou online podobu získala na jaře roku 2017. Obsahuje tři kapitoly, kapitola I představuje čtvrtletní prognózu a důvody spojené s její konkrétní podobou, kapitola II podrobný popis prognózy a jednotlivých rizik a kapitola III hodnocení předchozího měnového a hospodářského vývoje. Aby byla politika centrální banky co nejtransparentnější, zveřejňují se také záznamy z jednání bankovní rady, obsahující diskuze a důvody pro přijetí toho kterého opatření měnové politiky.

---

<sup>28</sup> Aktuální prognóza ČNB. *Česká národní banka* [online]. 3. 5. 2018 [cit. 2018-05-27]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html).

<sup>29</sup> Jak vzniká prognóza. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-05-27]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html).

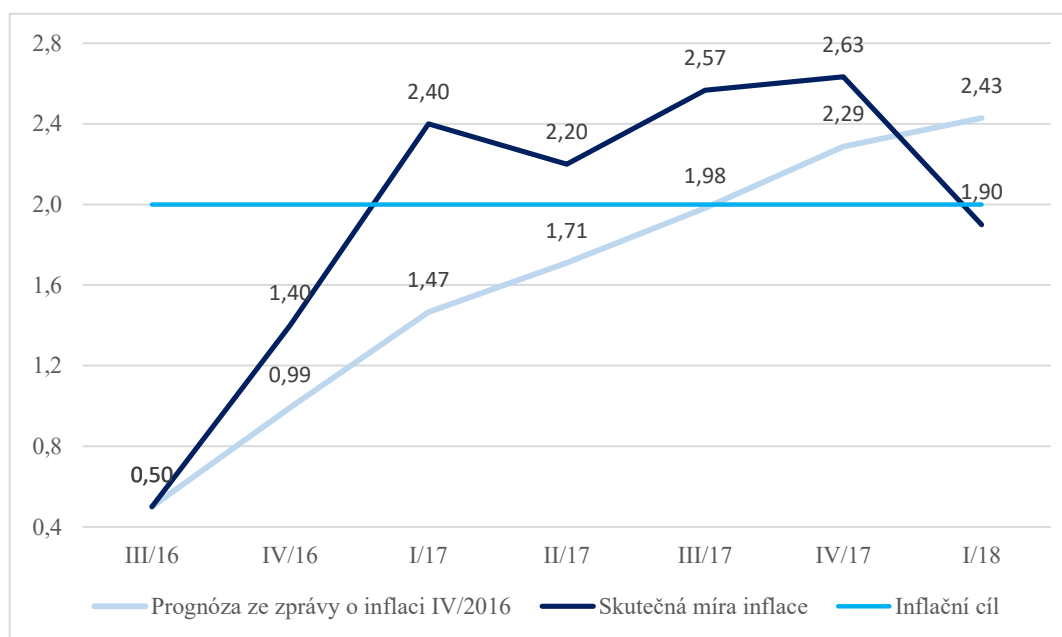
Jak už bylo uvedeno, transparentnost centrální banky a komunikace s veřejností představují zásadní roli ve snaze o dosahování inflačních cílů. Zpráva o inflaci je proto velice důležitým dokumentem, který centrální banka pro veřejnost pravidelně vydává. Ve zprávě II/2018 ekonomové České národní banky uvádí, že pro rok 2018 se očekává míra inflace pod 2% cílem, avšak inflační tlaky v České republice narůstají, převážně v souvislosti s růstem mezd v kontextu pozitivního hospodářského vývoje. Proti inflaci působí zlevňování dovozů způsobené posílením koruny, nicméně zpráva II/2018 počítá s jejich opětovným růstem v roce 2019, proto by se na horizontu měnové politiky měla inflace pohybovat opět kolem 2% cíle.

Co se týče vývoje tempa růstu hrubého domácího produktu, očekává zpráva o inflaci II/2018 v roce 2018 a 2019 mírný pokles oproti roku 2017, avšak stále by měl překračovat 3 % a ekonomika se bude nadále nacházet nad svým potenciálem. Proti přehřívání ekonomiky by tak mělo působit posilování koruny, které by na konci roku 2019 mělo dosahovat úrovně 24,3 CZK/EUR, a také nárůst úroků, jenž by na přelomu 2018 a 2019 měl pro sazby 3M PRIBOR dosahovat 3% úrovně. Zpráva o inflaci podotýká, že pro rychlejší růst úrokových sazeb je omezením uvolněná politika Evropské centrální banky. Dále informuje, že bankovní rada České národní banky v květnu na měnovém jednání setrvala na stávající výši úrokových sazeb, tedy dvoutýdenní repo sazba dosahuje výše 0,75 %, diskontní sazba 0,05 % a lombardní sazba 1,50 %.

Dále zpráva o inflaci II/2018 nabízí srovnání prognóz od podzimu 2016 do zimy 2018 a skutečného vývoje míry inflace v přirovnání k 2% inflačnímu cíli České národní banky. Zpětné zhodnocení adekvátnosti měnové politiky a její podíl na zkoumaném vývoji v daném období tvoří další podstatnou součást zpráv o inflaci. Měnová politika vychází z prognóz a na nich založených rozhodnutí bankovní rady v delším období, které zohledňuje rozdílnou transmisní délku úrokových sazeb a měnového kurzu. Bankovní rada se navíc rozhoduje nejenom podle prognózy samé, ale i podle jejích rizik, která si definuje.

Jak vyplývá z grafu 5, který zobrazuje prognózu míry inflace na druhou polovinu roku 2016 a na rok 2017 a skutečnou výši míry inflace ve druhé polovině roku 2016 a v roce 2017, v roce 2017 skutečná míra inflace překročila inflační cíl, na počátku roku 2018 však poklesla na úroveň 1,9 %, tedy pod inflační cíl. Zpráva o inflaci II/2018 hodnotí zpětně měnovou politiku České národní banky v roce 2017 jako přiměřenou. I když se inflace pohybovala nad 2 %, celou dobu se pohybovala v rámci tolerančního pásma.

Graf 5 Prognóza a skutečný stav vývoje míry inflace od 3. čtvrtletí 2016 do 1. čtvrtletí 2018



Zdroj: Zpráva o inflaci II/2018. Česká národní banka [online]. s. 29. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2018/2018\\_II/download/zo\\_i\\_2018.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2018/2018_II/download/zo_i_2018.pdf)

V souvislosti s očekávanou mírou inflace nastavuje centrální banka výši úrokových sazeb. V srpnu 2017 se dvoutýdenní repo sazby zvýšily poprvé od nástupu finanční krize, a to na 0,25 %, další zvýšení na 0,5 % následovalo v listopadu 2017 a na 0,75 % únoru 2018. Následující růst se očekává na přelomu let 2018 a 2019. Dvoutýdenní repo sazba by postupně měla vystoupat na úroveň okolo 3 %. Za **normální úrokovou sazbu** se totiž považuje reálná úroková míra, tedy nominální úroková míra mínus inflace, kolem jednoho procenta. Z tohoto faktu tedy vyplývá, že pro českou ekonomiku se jedná o 3 %.



### 3. Inflační cílování Evropské centrální banky

Třetí kapitola této diplomové práce se zabývá inflačním cílováním Evropské centrální banky. I když Evropská centrální banka cíluje inflaci nepřímou, neboť nevyhlašuje explicitní inflační cíl, lze ho odvodit z definice cenové stability. Z faktického chování Evropské centrální banky pak cílování inflace vyplývá, neboť se řídí Taylorovým pravidlem, tedy aktuální úroková míra je řízena odchylkou inflace od jejího implicitního cíle a produkční mezerou. Zároveň osmkrát ročně zveřejňuje Ekonomický bulletin, který tvoří podklad pro rozhodování Rady guvernérů.<sup>30</sup>

Podkapitola 3.1 se zabývá postavením Evropské centrální banky jakožto specifické a ojedinělé instituce, vymezuje její organizaci, vlastnosti a hlavní cíle a seznamuje s problematikou kvantitativního uvolňování jakožto nástroje nestandardní monetární politiky v době nulových úrokových sazeb, tedy když požadované míry inflace nelze dosáhnout obvyklým způsobem. Podkapitola 3.2 pak popisuje úrokové sazby používané Evropskou centrální bankou k ovlivňování míry inflace, odlišný vývoj inflace v jednotlivých státech eurozóny a mechanismus inflačního cílování.

#### 3.1 Postavení Evropské centrální banky

Evropská centrální banka vznikla 1.6.1998 a zahájila svou činnost 1.1.1999 v souvislosti se zavedením společné měny států Evropské unie, eura. Představuje centrální banku zemí Evropské měnové unie, tedy států, které euro přijaly za svou oficiální měnu, často souhrnně označovaných jako eurozóna. Centrální banky těchto států tak de facto ztratily pravomoci v oblasti monetární politiky a s Evropskou centrální bankou pouze spolupracují v rámci takzvaného Eurosystemu. Centrální banky všech členských států Evropské unie pak tvoří Evropský systém centrálních bank. Evropská centrální banka tedy působí vedle národních centrálních bank. Jako zajímavost lze uvést, že Lucembursko muselo v roce 1999 centrální banku vytvořit, aby vyhovělo požadavkům. Předtím bylo součástí měnové unie s Belgií.

Vrcholným rozhodovacím orgánem Evropské centrální banky je **Rada guvernérů**, která určuje úrokové sazby a zodpovídá za provádění monetární politiky. Radu tvoří šest členů Výkonné rady a devatenáct guvernérů, konkrétně guvernérů centrálních bank všech

---

<sup>30</sup> Zdroj: BALDWIN, Richard E., WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vydání. Praha: Grada, 2013. s. 452-475. ISBN 978-80-247-4568-8.

členských států eurozóny. Jména nejvyšších představitelů centrálních bank jednotlivých členských států eurozóny a oficiální název centrální banky daného státu nabízí tabulka 5.

Tabulka 5 Nejvyšší představitelé centrálních bank států eurozóny

Stát	Název centrální banky	Nejvyšší představitel
Belgie	Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique	Jan Smets
Estonsko	Eesti Pank	Ardo Hansson
Finsko	Suomen Pankki	Erkki Liikanen
Francie	Banque de France	François Villeroy de Galhau
Irsko	Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland	Philip R. Lane
Itálie	Banca d'Italia	Ignazio Visco
Kypr	κεντρικη τραπεζα θε κυπρου	Chrystalla Georghadji
Litva	Lietuvos bankas	Vitas Vasiliauskas
Lotyšsko	Latvijas Banka	Ilmārs Rimšēvičs
Lucembursko	Banque centrale du Luxembourg	Gaston Reinesch
Malta	Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta	Mario Vella
Nizozemsko	De Nederlandsche Bank	laas Knot
Německo	Deutsche Bundesbank	Jens Weidmann
Portugalsko	Banco de Portugal	Carlos Costa
Rakousko	Oesterreichische Nationalbank	Ewald Nowotny
Řecko	Τράπεζα της Ελλάδος	Yannis Stournaras
Slovensko	Národná banka Slovenska	Jozef Makúch
Slovinsko	Banka Slovenije	Boštjan Jazbec
Španělsko	Banco de España	Luis María Linde

Zdroj: Rada guvernérů. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.cs.html>, vlastní zpracování

Podle Smlouvy o Evropské unii musí **hlasovací práva v Radě guvernérů rotovat**, jakmile dosáhne více než osmnácti členů. Tak se tomu stalo 1.1.2015, došlo tedy k úpravě rozložení hlasovacích práv. Rada guvernérů disponuje celkem patnácti hlasy, přičemž pět států s největšími ekonomikami a finančním sektorem (v současnosti Německo, Francie, Itálie,

Španělsko a Nizozemsko) společně sdílí čtyři hlasy, zatímco zbytek guvernérů sdílí jedenáct hlasů. Každý měsíc dochází ke střídání výkonu hlasovacího práva mezi guvernéry. Jakmile dosáhne počet členů v Radě guvernérů dvaceti dvou, vytvoří se tři skupiny, mezi kterými budou rotovat hlasovací práva. Pět zemí s nejvyšším HDP a finančním sektorem budou sdílet čtyři hlasovací práva, polovina celkového počtu guvernérů v pořadí šesté a dalších zemí budou sdílet osm hlasovacích práv, a zbývající skupina států tři hlasovací práva.

**Výkonnou radu** jmenuje Evropská rada a skládá se z prezidenta a viceprezidenta Evropské centrální banky a dalších čtyř členů. V současnosti je prezidentem Evropské centrální banky Mario Draghi, viceprezidentem Vítor Constâncio, členy pak Benoît Cœuré, Sabine Lautenschläger, Yves Mersch a Peter Praet. Výkonná rada připravuje zasedání Rady guvernérů a řídí běžnou činnost, provádí monetární politiku a některé další funkce, které jí byly svěřeny Radou guvernérů.<sup>31</sup>

Evropská centrální banka disponuje nezávislostí tak, jak bylo vymezeno v teorii první kapitoly. **Nezávislost** je zakotvena v článku 130 Smlouvy o fungování Evropské unie a jeho přesné znění zobrazuje box 1. Evropská centrální banka má vlastní rozpočet a její základní kapitál je upsán jednotlivými národními centrálními bankami, na členy Rady guvernérů se vztahuje zásada neodvolatelnosti (s výjimkou při ztrátě způsobilosti či při závažném pochybení), Evropská centrální banka sama rozhoduje o měnové politice a o použití konkrétních nástrojů měnové politiky a je oprávněna přijímat závazné předpisy v otázkách nezbytných pro plnění stanovených úkolů.

*Box 1 Doslovné znění článku 130 Smlouvy o fungování Evropské unie*

*Při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvami a statutem ESCB a ECB nesmějí Evropská centrální banka, žádná národní centrální banka ani žádný člen jejich rozhodovacích orgánů vyžadovat ani přijímat pokyny od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Unie, od žádné vlády členského státu ani od jakéhokoli jiného subjektu. Orgány, instituce nebo jiné subjekty Unie a vlády členských států se zavazují zachovávat tuto zásadu a nesnažit se ovlivňovat členy rozhodovacích orgánů Evropské centrální banky či národních centrálních bank při plnění jejich úkolů.*

Zdroj: Úř. věst. C 202, 7.6.2016, s.47, Smlouva o fungování Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

<sup>31</sup> Výkonná rada. *Evropská centrální banka* [online]. [cit. 2018-05-18]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.cs.html>.

Významným prvkem existence Evropské centrální banky je také její **odpovědnost**. Jelikož disponuje nezávislostí při výběru nástrojů pro uskutečňování cílů, musí být schopna svůj výběr obhájit a zdůvodnit před veřejností i institucemi Evropské unie. Například prezident Rady Evropské unie a členové Evropské komise se mohou zúčastnit jednání Rady guvernérů. Primárně je však Evropská centrální banka odpovědná Evropskému parlamentu, který vyjadřuje zastoupení občanů v Evropské unii, zároveň však pravidelně zpravuje Radu Evropské unie.

**Odpovědnost ve vztahu k Evropskému parlamentu** se projevuje v několika ohledech. Velkou roli hraje Výbor pro hospodářské a měnové záležitosti Evropského parlamentu, jehož slyšení se každý čtvrtrok účastní prezident Evropské centrální banky a objasňuje její konkrétní postupy, a na jehož speciální schůzi jednou za rok předkládá viceprezident výroční zprávu. Tuto zprávu také prezident předkládá Evropskému parlamentu v plénu. Týká se plnění úkolů, činnosti a měnové politiky, a kromě parlamentu se poskytuje také Radě Evropské unie, Evropské komisi a Evropské radě. Navíc mohou europoslanci Evropské centrální bance klást písemné dotazy a mohou požadovat, aby prezident Evropské centrální banky a členové Výkonné rady vypovídali před Výborem pro hospodářské a měnové záležitosti.

Evropská centrální banka o své činnosti informuje nejenom orgány Evropské unie, ale i její občany. Osmkrát ročně zveřejňuje Ekonomický bulletin obsahující informace o měnovém a hospodářském vývoji, každý měsíc pořádá tiskovou konferenci po zasedáních Rady guvernérů, na nichž se ustanovují úrokové sazby, poskytuje záznamy z jednání Rady guvernérů a týdenní rozvahu. Nedílnou součástí komunikace s veřejností představují také projevy, rozhovory či články představitelů Evropské centrální banky.<sup>32</sup>

I Evropská centrální banka za svůj primární cíl považuje **udržování cenové stability**, jak vyplývá z článku 282 odstavce 2 Smlouvy o fungování Evropské unie. Cenová stabilita je definována jako meziroční nárůst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen eurozóny ve střednědobém období v blízkosti 2% úrovně. Cíl tedy není stanoven úplně přesně, ale obecně se považuje za snahu udržovat míru inflace mezi 1,5 až 2 %. Střednědobý cíl se pak chápe jako cíl v horizontu dvou až tří let. Doslovné znění článku 282 Smlouvy o fungování Evropské unie nabízí box 2.

---

<sup>32</sup> Odpovědnost. *Evropská centrální banka* [online]. [cit. 2018-05-18]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.cs.html>

1. *Evropská centrální banka a národní centrální banky tvoří Evropský systém centrálních bank (ESCB). Evropská centrální banka a národní centrální banky členských států, jejichž měnou je euro, tvoří Eurosystem a řídí měnovou politiku Unie.*
2. *ESCB je řízen rozhodovacími orgány Evropské centrální banky. Prvořadým cílem ESCB je udržovat cenovou stabilitu. Aniž je dotčen tento cíl, podporuje obecné hospodářské politiky v Unii se záměrem přispět k dosažení jejich cílů.*
3. *Evropská centrální banka má právní subjektivitu. Pouze ona může povolovat vydávání eura. Je nezávislá při výkonu svých pravomocí a správě svých financí. Orgány, instituce a jiné subjekty Unie, jakož i vlády členských států respektují tuto nezávislost.*
4. *Evropská centrální banka přijímá opatření nezbytná k plnění svých úkolů podle článků 127 až 133 a 138 a za podmínek stanovených statutem ESCB a ECB. V souladu s těmito články si členské státy, jejichž měnou není euro, a jejich centrální banky ponechávají své pravomoci v měnové oblasti.*
5. *Evropská centrální banka je v oblastech spadajících do její působnosti konzultována ke každému návrhu aktu Unie a ke každému návrhu úpravy na vnitrostátní úrovni a může předkládat stanoviska.*

Zdroj: Úř. věst. C 202, 7.6.2016, s.47, Smlouva o fungování Evropské unie. Dostupné z: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/TXT/?uri=CELEX:12012E/TXT>

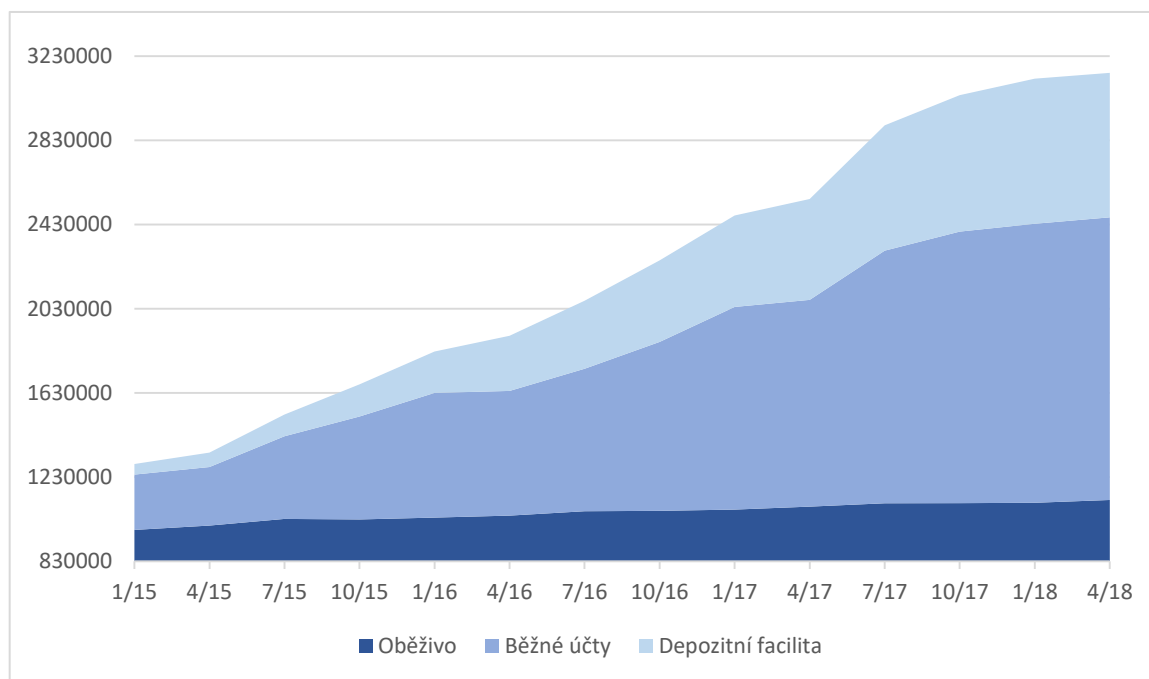
Stejně jako byly v předchozí kapitole zmíněny devizové intervence jako nestandardní nástroj monetární politiky, je nutné uvést nestandardní nástroj Evropské centrální banky, tedy **kvantitativní uvolňování**, o jehož zavedení rozhodla v lednu 2015 Rada guvernérů. Jedná se o rozšířený program nákupu aktiv spočívající v nákupu aktiv veřejného i soukromého sektoru (cenných papírů) na sekundárním trhu za nově vytvořené bankovní rezervy, konkrétně nákupu cenných papírů krytých aktivy, dluhopisů veřejného sektoru (cca 82 % celkové držby cenných papírů v říjnu 2017), krytých dluhopisů bank a dluhopisů nebankovních korporací.

Od března 2015 do března 2016 národní centrální banky a Evropská centrální banka nakupovaly aktiva v hodnotě 60 miliard eur měsíčně, od dubna 2016 do března 2017 ve výši 80 miliard eur měsíčně a od dubna 2017 do prosince 2017 opět ve výši 60 miliard eur měsíčně. Kvantitativní uvolňování by mělo pokračovat do září 2018, a to při výši nákupů aktiv v hodnotě 30 miliard eur měsíčně. V rozvaze Evropské centrální banky se tato opatření

projeví v téměř dvojnásobném objemu aktiv oproti počátečnímu stavu v roce 2015. Cenné papíry v současnosti zaujmají více než polovinu strany aktiv rozvahy.

Nabízí se otázka, jaké důsledky kvantitativní uvolňování přinese pro evropskou ekonomiku. S nárůstem rozvahy se pojí obava z přílišné inflace a souvisejícího znehodnocení úspor. Vývoj peněžní zásoby je však určen různými faktory, nejenom vývojem měnové báze, která se za dobu kvantitativního uvolňování ztrojnásobila. Měnová báze se v eurozóně skládá z oběživa, běžných účtů a depozitní facility. Jak vyplývá z grafu 7, v posledních letech se zvyšovalo množství oběživa, a to stabilním způsobem v souvislosti s transakčními potřebami v ekonomice, avšak objem rezerv bank se zvýšil dramatickým způsobem právě v souvislosti s kvantitativním uvolňováním.

Graf 6 Měnová báze v eurozóně od ledna 2015 do dubna 2018



Zdroj: Statistical data warehouse [online]. Dostupné z: <https://sdw.ecb.europa.eu/>, vlastní úprava

Do budoucna se dá pokles rezerv očekávat až po ukončení kvantitativního uvolňování, avšak pravděpodobně až po určité době, neboť Evropská centrální banka nejspíš i poté bude maturující dluhopisy reinvestovat za účelem udržení objemu bilance v konstantní výši. Pokles nastane až po ukončení nákupů dluhopisů nahrazujících splacené dluhopisy.

Kvantitativní uvolňování tedy vykazuje dopad na měnovou bázi. Na široké peněžní zásobě M3, do níž se řadí oběživo držené nebankovními subjekty, vklady na běžných a

termínovaných účtech v komerčních bankách, repo operace, podílové listy fondů peněžního trhu a emitované dluhové cenné papíry se splatností do 2 let, se vliv kvantitativního uvolňování projeví pouze tehdy, pokud nákupy probíhají od domácností, firem a nebankovních finančních podniků v eurozóně. Depozita nerezidentů, kreditních institucí a fondů peněžního trhu se do M3 totiž nezaznamenávají. Lze pozorovat, že peněžní báze v eurozóně narostla v souvislosti s kvantitativním uvolňováním výrazněji, než široká peněžní zásoba.

Přímý efekt kvantitativního uvolňování na širokou peněžní zásobu je obtížné určit ze dvou důvodů. Prvním je ten, že dluhopisy prodávají centrálním bankám banky, nikoliv jejich vlastníci. Držba vládních dluhopisů však nejvíce poklesla u nerezidentů a měnových a finančních institucí, tedy u subjektů, jejich operace se v široké peněžní zásobě neprojevují. Druhým důvodem je pak ten, že lze jen těžko posoudit, jak by se účastníci obchodu chovali v situaci, kdy by se ke kvantitativnímu uvolňování nepřistoupilo, tedy zda by i přesto prodeje uskutečňovaly.<sup>33</sup>

Podle studie Wieladeka a Pascuala, kteří již dříve zkoumali efekty kvantitativního uvolňování prováděného Federálním rezervním systémem a the Bank of England, by – pokud by Evropská centrální banka ke kvantitativnímu uvolňování nepřistoupila - hrubý domácí produkt v eurozóně dosahoval o 1,3 % nižších hodnot a míra inflace o 0,9 % nižších hodnot. Výsledný efekt je v případě Evropské centrální banky zhruba dvakrát až třikrát menší než v případě Spojeného království Velké Británie a Severního Irsku a Spojených států amerických.<sup>34</sup>

Blinder, Ehrmann, de Haan a Jansen dospívají k závěru, že inflační cílování způsobuje mírné, ale nezanedbatelné efekty, ovšem jeho úspěch závisí především na celkových ekonomických okolnostech, za nichž k němu bylo přistoupeno. V době, kdy inflační cílování zaváděla Evropská centrální banka, krátkodobé i dlouhodobé úrokové sazby dosahovaly již velice nízkých úrovní. To může být hlavním důvodem, proč politika kvantitativního uvolňování

---

<sup>33</sup> Globální ekonomický výhled - leden 2018. *Česká národní banka* [online]. s. 13-17. [cit. 2018-06-03]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/gev/gev\\_2018/gev\\_2018\\_01.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2018/gev_2018_01.pdf).

<sup>34</sup> WIELADEK, Tomasz, PASCUAL Antonio Garcia. The European Central Bank's QE: A New Hope. CESIFO [online]. 2016 [cit. 2018-06-17]. s.3. Dostupné z: [http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp5946.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp5946.pdf).

prováděná Evropskou centrální bankou nepřinášela tak výrazné výsledky, jako například ta prováděná Federálním rezervním systémem nebo the Bank of England.<sup>35</sup>

### 3.2 Cenová stabilita podle Evropské centrální banky

Inflace se v Evropské unii měří harmonizovaným indexem spotřebitelských cen HICP. Jeho prostřednictvím je také definována cenová stabilita. Ta byla v roce 1998 Radou guvernérů stanovena jako meziroční nárůst HICP v eurozóně pod 2 %. V roce 2003 Rada guvernérů tuto definici precizovala, kdy prohlásila, že za účelem dosažení cenové stability Evropská centrální banka usiluje o míru inflace pod, ale blízko 2 % ve středním období.<sup>36</sup>

**Harmonizovaný index spotřebitelských cen** vyjadřuje změny v cenách zboží a služeb, které získaly, použily nebo zaplatily domácnosti na území eurozóny, ať už rezidenti, nebo nerezidenti. Harmonizovaný je proto, neboť všechny země využívají shodnou metodologii a zajišťují tak relevantní porovnatelnost získaných dat mezi jednotlivými státy. Spotřební koš se člení do oddílů stejně jako v České republice podle klasifikace COICOP.

Index spotřebitelských cen sestavuje Eurostat a národní statistické instituce. HICP se snaží vykazovat co nejvyšší stupeň reprezentativnosti vývoje cen zboží a služeb, které jsou v eurozóně k dispozici ke koupi, a to za účelem přímého uspokojení spotřebitelských potřeb. Měří proto průměrnou změnu cen v čase, které musí domácnosti zaplatit za specifický, pravidelně aktualizovaný koš spotřebitelského zboží a služeb. Postihuje tedy jenom finanční transakce domácností, z tohoto důvodu nezahrnuje ani zboží a služby vyprodukované domácnostmi pro vlastní spotřebu, například zeleninu vypěstovanou na zahradě. Jediná významná oblast spotřeby, kterou harmonizovaný index spotřebitelských cen nepokrývá, jsou výdaje na bydlení vynaložené vlastníky domů a bytů.

Jelikož v realitě nelze zjišťovat ceny veškerého zboží a služeb dostupných v eurozóně, pracuje se s reprezentativními vzorky, které se oceňují na měsíční bázi. Za definování konkrétního spotřebního koše prostřednictvím výběru těch nejreprezentativnějších položek pro každou kategorii jsou odpovědny národní statistické instituce. Z toho vyplývá, že i když

---

<sup>35</sup> BLINDER, Alan, EHRMANN, Michael, DE HAAN, Jakob, JANSEN, David-Jan. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *De Nederlandsche Bank* [online]. 2016 [cit. 2018-06-17]. Dostupné z: [https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20525\\_tcm47-346918.PDF](https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20525_tcm47-346918.PDF).

<sup>36</sup> The definition of price stability. *Evropská centrální banka* [online]. [cit. 2018-06-06]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.



spotřební koš v každé zemi bude zahrnovat chléb a auta, typ chlebu a značka a model auta se bude v každé zemi odlišovat tak, aby reflektovaly spotřební zvyky daného státu.

**Spotřební koš** se reviduje každý rok, aby vždy zahrnoval nové produkty, které se staly důležitou součástí výdajů domácností na spotřebu, a eliminoval produkty, které již nejsou reprezentativní. Ke změnám však dochází i v průběhu roku, kdy se staré modely výrobků nahrazují novějšími. Jedná se například o případy, kdy prodeje poklesnou takovým způsobem, že zboží extrémně zlevní. Měsíčně se v průměru získávají ceny zhruba 700 produktů přibližně v 1600 městech eurozóny.

Změny HICP musí reflektovat i **změny v kvalitě zboží**. Pokud dojde k růstu ceny, ale část tohoto růstu je způsobena růstem kvality, nesmí být považována za inflaci. Národní statistické instituce využívají několik základních metod pro odečtení změn v kvalitě, například názory expertů, regresní techniky a metody, které odhadují čistou změnu ceny pomocí podobných produktů v daném obchodě, jejichž kvalita se nezměnila.

Co se týče vah jednotlivých oddílů ve spotřebním koši, mezi zeměmi se liší. Odrážejí spotřební zvyklosti daného státu založené na klimatu, produktových daních, životním stylu, tradicích či dostupnosti produktu, a vypočítávají se prostřednictvím anket rozpočtu domácností a podpůrně také například pomocí informací o vybraných daních z přidané hodnoty apod. Státy jsou povinny aktualizovat jednotlivé váhy každých 7 let, avšak většina států tak činí ročně. Základním obdobím je od roku 2016 rok 2015.

HICP pro eurozónu jako celek – MUICP (monetary union index of consumer prices) - je vypočítán jako průměr národních HICP jednotlivých členských států eurozóny, kdy váhy tvoří relativní podíl výdajů na spotřebu domácností v jednotlivých státech vůči celku. I tyto váhy se aktualizují každý rok. Národní HICP však nezjišťují pouze státy eurozóny, ale všechny členské státy Evropské unie společně s Islandem, Norskem a Švýcarskem. Z údajů zjištěných v členských státech Evropské unie se vypočte EICP (European index of consumer prices) a z údajů členských států a států Evropského hospodářského prostoru se vypočte EEAI (European economic area index of consumer prices).

Zboží a služby ve spotřebním koši se dají jednak členit podle účelu spotřeby pomocí klasifikace COICOP, jednak také podle druhu zboží. Druhé jmenované třídění používá Evropská centrální banka v Ekonomickém bulletinu. Spotřební koš je tak zobrazen v produktových skupinách, u kterých se předpokládá, že jsou ovlivněny určitým

hospodářským vývojem. Například potraviny jsou rozděleny na zpracované a nezpracované, neboť ceny nezpracovaných jsou mnohem více ovlivněny počasím a sezónními vlivy než ceny zpracovaných.<sup>37</sup>

Co se týče aktuální úrovně inflace v eurozóně, v dubnu 2018 dosáhla 1,2 %, a v celé Evropské unii 1,4 %. Nejnižší inflaci v eurozóně vykazuje Kypr s -0,3 %, nejvyšší pak Slovensko se 3 %.<sup>38</sup> Výše inflace se v jednotlivých letech od vzniku Evropské centrální banky výrazně lišila. V prvopočátcích dosahovala v souvislosti se snahou o dodržování Maastrichtských kritérií nízkých hodnot. V roce 2000 se však ztrojnásobily ceny ropy, což vedlo k nárůstu inflace a k poklesu hospodářského růstu, další šok představovaly teroristické útoky z 11. září 2001.

V následujících letech míra inflace dosahovala požadovaných výší, ovšem dalším zlomem bylo propuknutí finanční krize v USA v polovině roku 2007 a následující zhroucení Wall Streetu v září 2008. Následovalo období, ve kterém inflace dosahovala hodnot vyšších, než implicitní 2% cíl. Po roce 2000 a před rokem 2008 prožívaly nízkou inflaci mnohé země světa, toto období se označuje výrazem *great moderation*, překládaným jako velké zpomalení.

Jako zajímavost lze uvést, že po zavedení eura v roce 2002 většina obyvatel eurozóny pociťovala **zvýšení inflace**, ačkoliv skutečná míra inflace spojená s přijetím eura dosahovala pouze 0,5 %. Většina obchodníků totiž zaokrouhlila ceny nahoru, což bylo občany velice negativně vnímáno. Toto vnímání však nepominulo ani po pár měsících od zavedení a průzkumy veřejného mínění ukazují, že velké množství obyvatel eurozóny stále považují euro za hlavní zdroj vysoké a trvalé inflace.

**Míra inflace se liší** nejenom v jednotlivých letech, ale i **mezi jednotlivými státy eurozóny**. Pro tento fakt existuje několik možných důvodů. Prvním z nich je Balassův-Samuelsonův efekt. Země s nižší technologickou vyspělostí dohánějí v průběhu let země s vyšší technologickou vyspělostí a kvalitnější produkty umožní prodat zboží za vyšší ceny a zvýšit tak i hodinovou mzdu. Toto dohánění je spojeno s reálným zhodnocením, které probíhá růstem domácí inflace, zhodnocením nominálního měnového kurzu, nebo kombinací obou.

---

<sup>37</sup> Measuring inflation – the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). Evropská centrální banka [online]. [cit. 2018-06-05]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html).

<sup>38</sup> Inflation dashboard. Evropská centrální banka [online]. [cit. 2018-06-05]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/inflation.en.html?hasFlash=true&](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/inflation.en.html?hasFlash=true&).

V měnové unii lze reálné apreciacie dosáhnout jen růstem míry inflace, která je v tomto případě důkazem růstu produktivity.

Dalším možným důvodem je nesprávnost původních přepočítacích kurzů na úrovni parity ERM, například nadhodnocený kurz německé marky či podhodnocený kurz drachmy. Jiným důvodem je tlak na růst mezd či regulovaných cen, což způsobuje růst výrobních nákladů a cenové hladiny, dále také chyby hospodářské politiky přispívající k nárůstu inflace či asymetrické hospodářské šoky, například ropné šoky, které neovlivnily všechny členské státy eurozóny stejnou měrou.

K působení na vývoj míry inflace využívá Evropská centrální banka **krátkodobé úrokové sazby**. Strategie používání krátkodobých úrokových sazeb je založena na třech pilířích, a to na definici cenové stability, ekonomické analýze a měnové analýze. Ekonomická analýza představuje dokument zabývající se současnými podmínkami i pravděpodobným budoucím vývojem zásadních ekonomických ukazatelů, jako jsou například hrubý domácí produkt, zaměstnanost, vývoj cen, měnové kurzy a vývoj v zahraničí. Měnová analýza se zabývá měnovými agregáty a úvěry. Tyto dokumenty, předkládané Radě guvernérů, představují základ pro její rozhodování o měnové politice.<sup>39</sup>

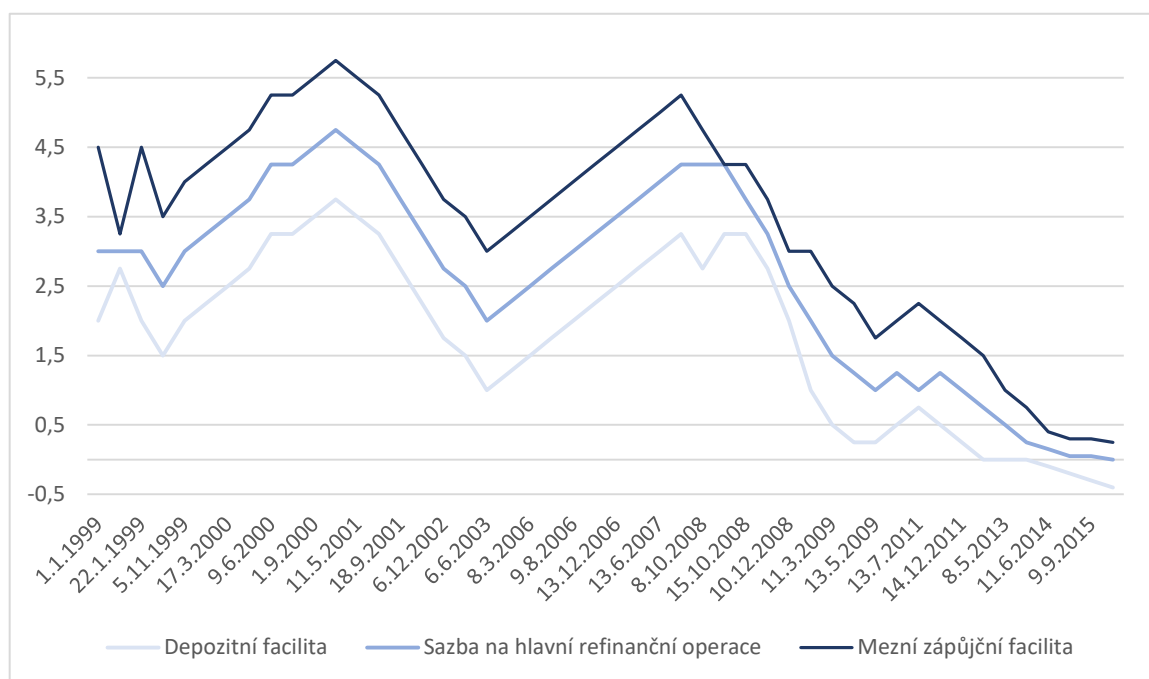
Rada guvernérů stanovuje tři základní úrokové sazby. Jedná se o úrokovou sazbu na hlavní refinanční operace, které poskytují likviditu bankovnímu systému, dále o sazbu na depozitní facilitu, kterou mohou banky využít na přesnoční vklady v rámci Eurosystemu, a o sazbu na mezní zápůjční facilitu, za kterou mohou banky v Eurosystemu čerpat přesnoční půjčky.

V souvislosti s nástupem finanční krize došlo postupně k výraznému poklesu všech tří sazeb, jak vyplývá z grafu 7. Například 15. října 2008 dosahovala sazba na hlavní refinanční operace 3,75 %, sazba na mezní zápůjční facilitu 4,25 % a sazba na depozitní facilitu 3,25 %, přesně za rok už dosahovala sazba na hlavní refinanční operace 1 %, sazba na mezní zápůjční facilitu 1,75 % a sazba na depozitní facilitu 0,25 %, což představuje několikanásobný pokles během pouze ročního intervalu.

---

<sup>39</sup> Zdroj: BALDWIN, Richard E., WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vydání. Praha: Grada, 2013. s. 452-475. ISBN 978-80-247-4568-8.

Graf 7 Vývoj sazeb Evropské centrální banky v období 1.1.1999 - 16.3.2016



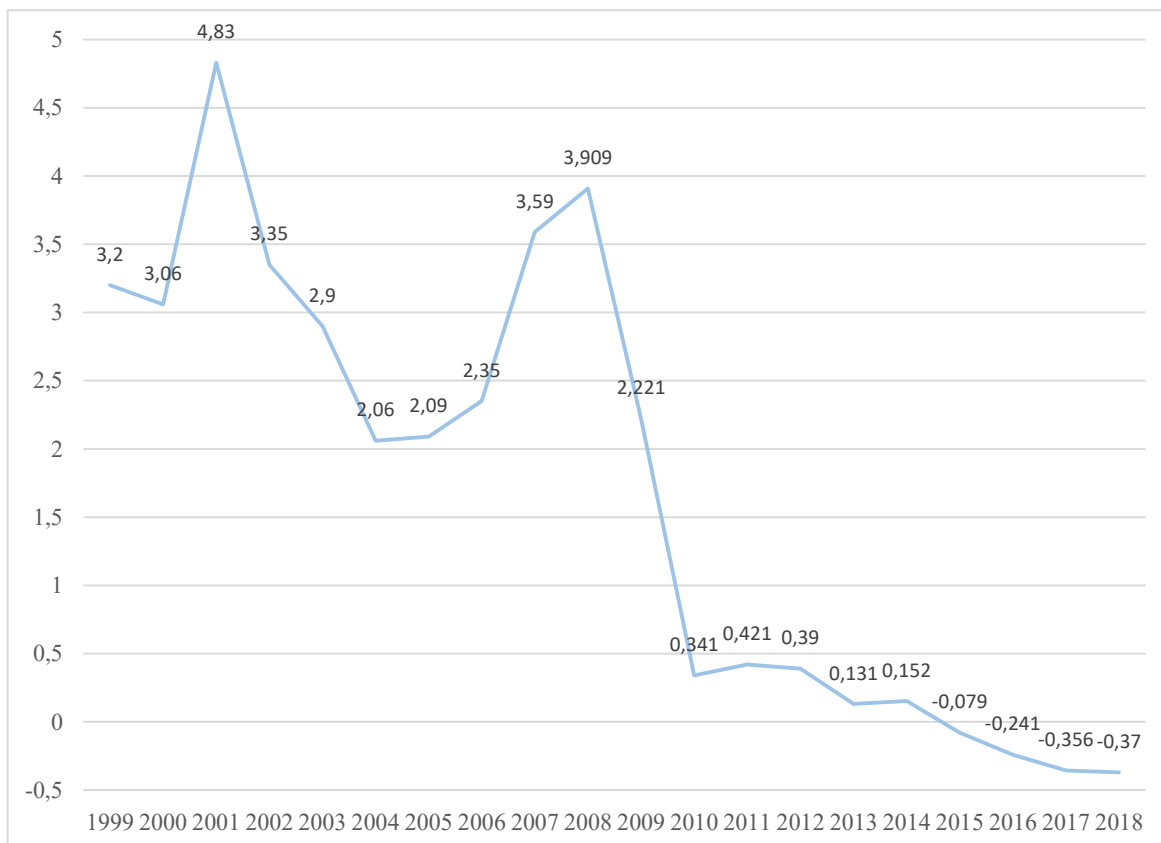
Zdroj: Key ECB interest rates. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html), vlastní úprava

Od 16. března 2016 až do 21.6.2018 nedošlo ke změně žádné z úrokových sazeb stanovovaných Evropskou centrální bankou, ačkoliv v odborných kruzích se již nějakou dobu polemizuje o přílišné uvolněnosti monetární politiky Evropské centrální banky a diskutuje se o otázce, zda by již nemělo dojít ke zvýšení úrokových sazeb. V současnosti tedy dosahuje sazba na hlavní refinanční operace nulových hodnot, sazba na mezní zápůjční facilitu 0,25 % a sazba na depozitní facilitu dokonce -0,40 %, což znamená, že obchodní banky musí za uložení svých finančních prostředků platit.

V otázkách monetární politiky Evropské centrální banky zaujímá významné postavení **úroková sazba EONIA** (Euro overnight index average, evropský jednodenní průměrný ukazatel). Sazba EONIA je váženým průměrem jednodenních eurových zápůjčních transakcí na mezibankovním trhu, které si vzájemně poskytují banky v Evropské unii a Evropském sdružení volného obchodu. Počítá se na základě denních informací získaných od panelu bank, které jsou kreditními institucemi v Evropské unii a Evropském sdružení volného obchodu. Za výpočet sazby EONIA je zodpovědná Evropská centrální banka. Eurosystém vytváří pro sazbu EONIA horní a spodní hranici, kdy stanovuje zápůjční a vkladovou sazbu, za kterou si obchodní banky mohou od národních centrálních bank vypůjčit finanční

prostředky, nebo je u nich naopak uložit. Vývoj sazeb EONIA vždy k 1.lednu v letech 1999 – 2018 zobrazuje graf 8.

Graf 8 Výše sazeb EONIA vždy k 1.1. v letech 1999 - 2018



Zdroj: Eonia interest rate [online]. Dostupné z: <http://www.global-rates.com/interest-rates/eonia/eonia.aspx>, vlastní úprava

Stejně jako došlo po nástupu finanční krize k poklesu sazeb Evropské centrální banky, došlo i k poklesu sazby EONIA, která je kopíruje. Po vypuknutí finanční krize se EONIA už neobchodovala ve středním pásmu mezi sazbami na mezní zápůjční facilitu a na depozitní facilitu, ale kopírovala spíše sazbu na depozitní facilitu. Pro využití přebytečných rezerv totiž vzrostla atraktivita sazby na depozitní facilitu v porovnání s trhem. I za předpokladu, že by trh pravděpodobně přinesl vyšší zisky, banky byly ochotné jej vyměnit za jistotu uložení přebytečných prostředků u centrální banky. Zvýšené použití sazby na depozitní facilitu vedlo k poklesu objemu obchodů za sazbu EONIA a k poklesu sazby EONIA pod úrokovou sazbu na hlavní refinanční operace.

Mezibankovní peněžní trh je primárním kanálem pro implementaci monetární politiky. Řízení přesnočních úrokových sazeb dosahuje pro centrální banky nesmírné důležitosti,

neboť představuje kotvu pro časovou strukturu úrokových sazeb. Efektivní řízení se vyznačuje nízkým rozpětím mezi úrokovými sazbami Evropské centrální banky a sazbou EONIA. Po propuknutí finanční krize se rozpětí mezi sazbami velmi zvýšilo. V nekrizovém období nevykazují sazby vysokou volatilitu a EONIA kopíruje vývoj úrokových sazeb Evropské centrální banky, takže rozpětí dosahuje hodnot menších než 5 bazických bodů. V období krizí však rozpětí roste a vyskytuje se obava, že by situace mohla vyústit v neschopnost řídit tržní úrokové sazby, a tedy ve ztrátu kredibility centrální banky na trhu v první fázi transmisního mechanismu monetární politiky.<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> BEIRNE, John. The EONIA Spread Before and During the Crisis of 2007 to 2009: The Role of Liquidity and Credit Risk. *Evropská centrální banka* [online]. [cit. 2018-06-09]. s. 2-8. Dostupné z: [http://macro.soc.uoc.gr/docs/Year/2011/papers/paper\\_3\\_4.pdf](http://macro.soc.uoc.gr/docs/Year/2011/papers/paper_3_4.pdf).

## 4. Komparace inflačního cílování České národní banky a Evropské centrální banky

Po teoretickém úvodu do monetární politiky a do problematiky inflačního cílování a po představení institucí České národní banky a Evropské centrální banky a režimu inflačního cílování tak, jak ho tyto centrální banky provádí, následuje ve čtvrté kapitole této diplomové práce porovnání úspěšnosti inflačního cílování těchto dvou institucí. Kapitola rozděluje dvacet let inflačního cílování do dvou stejně dlouhých období, mezi nimiž tvoří časový přelom finanční krize, která postihla světovou ekonomiku na konci prvního desetiletí 21. století.

Podkapitola 4.1 se zabývá časovým úsekem od roku 1998 do roku 2007, tedy do nástupu finanční krize. V tomto období porovnává hodnotu cílované míry inflace, kterou stanovila Česká národní banka a Evropská centrální banka, a skutečné míry inflace, kterou hospodářství České republiky a eurozóny vykazovalo. Vyjadřuje také možné důvody, kvůli kterým v daném údobí nebyly inflační cíle dodrženy.

Podkapitola 4.2 pak porovnává dosahování inflačních cílů v období nulových úrokových sazeb po propuknutí finanční krize, kdy obě dvě centrální banky volily cestu nestandardní monetární politiky, avšak v případě České národní banky se jednalo o kurzový závazek, a v případě Evropské centrální banky o kvantitativní uvolňování. Aby se dala i nestandardní monetární politika podřadit pod inflační cílování, je třeba vycházet z jeho širší definice, tak jak ho chápou například Ben Bernanke a Frederic Mishkin. Inflační cílování definují jako vyhlášení cílové míry inflace v určitém horizontu a explicitní uznání, že nízká a stabilní inflace je primárním účelem měnové politiky.<sup>41</sup>

Významný mezník jak pro instituci České národní banky, tak pro instituci Evropské centrální banky, představuje **rok 1998**. K prvnímu lednu 1998 přešla Česká národní banka na režim inflačního cílování a Evropská centrální banka počala prvního června 1998 svou existenci. Česká národní banka do konce roku 2001 cílovala čistou inflaci, která tvořila asi 80 % spotřebního koše, a to vždy k prosinci daného roku; od počátku roku 2002 pak celkovou inflaci, a to jako pásmo v průběhu celého roku. Tato diplomová práce bude pro účely porovnání dosahování inflačních cílů pro Českou národní banku vycházet pro roky 1998 –

---

<sup>41</sup> BERNANKE, Ben S., MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. *The Journal of Economic Perspectives* [online]. 1997, 11(2), 97-116. Dostupné z: <http://web.uconn.edu/ahking/BernankeMishkin97.pdf>.

2001 z čisté inflace vyjádřené k prosinci daného roku, a pro zbytek období z průměrné roční míry inflace vyjádřené přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, která zobrazuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct posledních měsíců proti průměru dvanácti předchozích měsíců.

Evropská centrální banka stanovila svůj inflační cíl nepřímo, když v roce 1998 definovala cenovou stabilitu jako meziroční nárůst HICP pod 2 %, kterou upřesnila v roce 2013 jako míru inflace pod, ale blízko 2 % ve středním období. Jelikož není přesně jasné, jakou konkrétní hodnotu a v jakém období by měla míra inflace dosahovat, je třeba pro účely této kapitoly diplomové práce cílovou hodnotu zvolit. Za dosažení inflačního cíle budou proto považovány míry inflace ve výši 1,8 – 1,9 %, a to také pro průměrnou roční míru inflace vyjádřenou přírůstkem průměrného ročního harmonizovaného indexu spotřebitelských cen.

#### **4.1 Dosahování inflačních cílů do roku 2007**

Co se týče **inflace před rokem 1998**, v České republice dosahovala vysokých hodnot. V prosinci 1997, tedy těsně před zavedením inflačního cílování, činila míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku 10 %. Následně způsobily hospodářská krize, nárůst regulovaných cen či nepříznivá inflační očekávání nárůst míry inflace, neboť o dva měsíce později, v únoru 1998, již dosahovala 13,4 %.

Navazující restriktivní politika České národní banky však přispěla ke snížení míry inflace na 6,8 % v prosinci 1998, tudíž o 6,6 % během deseti měsíců.<sup>42</sup> Meziroční čistá inflace, tedy hodnota, kterou Česká národní banka cílovala, v prosinci 1998 podle Zprávy o inflaci vydané Českou národní bankou v lednu 1999 činila pouze 1,7 %. Tento výrazný pokles byl způsoben především snižováním cen potravin, které na konci roku 1998 dosahovaly o 5 % nižších hodnot, než v jeho polovině.<sup>43</sup>

Situace před rokem 1998 byla v budoucí eurozóně podstatně odlišná od situace v České republice. V devadesátých letech minulého století tam míra inflace dosahovala nízkých úrovní, neboť se státy snažily plnit konvergenční kritéria, aby se mohly stát členy měnové

---

<sup>42</sup> LIPOVSKÁ, Hana. Dvacet let českého inflačního cílování. *Institut Václava Klause* [online]. [cit. 2018-06-10]. Dostupné z: <http://institutvk.cz/clanky/1081.html>.

<sup>43</sup> Zpráva o inflaci - leden 1999. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-14]. s.1-11. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_leden/download/zoj\\_1999\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoj_1999_leden.pdf).



unie. Angažovaly se proto v desinflačních politikách a v průběhu devadesátých let došlo ke sjednocení měr inflace jednotlivých potenciálních členů eurozóny na hodnotách okolo 2 %. V roce 1998, při vzniku měnové unie, míra inflace v eurozóně dosahovala hodnoty 1,2 %. V následujících letech se však míra inflace v jednotlivých státech opět počala lišit a v průběhu existence měnové unie již nikdy sjednocených hodnot nedosáhla.<sup>44</sup>

V roce **1998** tedy inflační cíl nesplnila ani Česká národní banka, ani Evropská centrální banka. Česká národní banka podstřelení inflačního cíle, konkrétně odchylku 3,8 % od spodní hranice inflačního pásma, přisuzuje ve Zprávě o inflaci z ledna 1999 především poklesu cen surovin na světových trzích a apreciaci koruny. Zároveň v ní uvádí, že kdyby se tyto faktory nevyskytly, byla by míra inflace o 2 – 3 procentní body vyšší, což znamená, že by ale stále nedosahovala ani spodní hranice pásma.<sup>45</sup> I v eurozóně došlo k podstřelení cílové hodnoty inflace, konkrétně o 0,6 %. I když tedy v České republice míra inflace v prosinci 1998 dosahovala 6,8 %, čistá inflace dosahovala pouze 1,7 %, a nedošlo proto k naplnění inflačního cíle.

**Podstřelení nebo nadstřelení inflačního cíle** způsobuje několik skupin možných důvodů. Příčiny lze dělit na vnější, které vychází z protiinflační orientace šoků vyskytujících se v ekonomice, a vnitřní, které jsou způsobeny samotnou politikou České národní banky a Evropské centrální banky namířenou na nižší úroveň inflace, než je ta cílovaná, ať už úmyslně, nebo neúmyslně. Informace pro takové rozhodnutí mohly být obsaženy už v materiálech, které měla bankovní rada nebo výkonná rada k dispozici, nebo mohly vycházet až z osobního posouzení členů bankovní rady a výkonné rady.<sup>46</sup>

V následujících letech dochází, stejně jako v roce 1998, v inflačním cílování České národní banky nejčastěji k podstřelení cílů inflace, a to v 60 % sledovaných případů, konkrétně v letech 1998, 1999, 2000, 2002, 2003 a 2005; v inflačním cílování Evropské centrální banky pak k mírnému nadstřelení cílů inflace, a to v 80 % sledovaných případů, kdy se mezi lety 2000 – 2007 průměrně míra inflace nachází na 2,2 %. Skutečnou míru inflace a inflační

---

<sup>44</sup> DE HAAN, Jakob, HOEBERICHTS, Marco, JANSEN, David-Jan, TEPPA, Federica. Inflation in the euro area and why it matters. *De Nederlandsche Bank* [online]. 2016 [cit. 2018-06-14]. s.28-29. Dostupné z: [https://www.dnb.nl/en/binaries/1605458\\_OS14-3\\_ENG\\_v9\\_tcm47-346543.pdf](https://www.dnb.nl/en/binaries/1605458_OS14-3_ENG_v9_tcm47-346543.pdf).

<sup>45</sup> Zpráva o inflaci - leden 1999. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-14]. s.1-11. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_leden/download/zoi\\_1999\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoi_1999_leden.pdf).

<sup>46</sup> Vyhodnocení plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998-2007. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-13]. s. 34, 45. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum\\_publicace/plneni\\_infl\\_cilu/download/vyhodnoceni\\_plneni\\_infl\\_cilu\\_CNB\\_1998-2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/plneni_infl_cilu/download/vyhodnoceni_plneni_infl_cilu_CNB_1998-2007.pdf).

cíle v České republice a eurozóně pro roky 1998 – 2007 zobrazuje tabulka 6. Vyplyvá z ní, že v České republice se stanovený inflační cíl podařil splnit ve 40 % případů, jmenovitě v roce 2001, 2004, 2006 a 2007; v eurozóně se pak tak, jak byl definován pro potřeby této diplomové práce, nepodařil splnit ani jednou.

Tabulka 6 Vývoj míry inflace a inflačních cílů v letech 1998 - 2007 v České republice a v eurozóně

Česká republika				Eurozóna		
Cílovaná inflace (%)	Skutečná inflace (%)	Splnění cíle		Cílovaná inflace (%)	Skutečná inflace (%)	Splnění cíle
5,5 – 6,5	1,7	×	<b>1998</b>	1,8 – 1,9	1,2	×
4 – 5	1,5	×	<b>1999</b>	1,8 – 1,9	1,1	×
3,5 – 5,5	3	×	<b>2000</b>	1,8 – 1,9	2,1	×
2 – 4	2,4	✓	<b>2001</b>	1,8 – 1,9	2,3	×
3 – 5	1,8	×	<b>2002</b>	1,8 – 1,9	2,2	×
2,5 – 4,5	0,1	×	<b>2003</b>	1,8 – 1,9	2,1	×
2,5 – 4,5	2,8	✓	<b>2004</b>	1,8 – 1,9	2,1	×
2 – 4	1,9	×	<b>2005</b>	1,8 – 1,9	2,2	×
2 – 4	2,5	✓	<b>2006</b>	1,8 – 1,9	2,2	×
2 – 4	2,8	✓	<b>2007</b>	1,8 – 1,9	2,1	×

Zdroj: Zpráva o inflaci – leden 1999, 2000, 2001 a 2002. Česká národní banka. *Inflace – druhy, definice, tabulky*. Český statistický úřad. *Annual average inflation rates*. Eurostat [online]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz> a [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace) a [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:HICP\\_all-items\\_annual\\_average\\_inflation\\_rates\\_1998-2008\\_\(%25\).PNG&oldid=25061](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:HICP_all-items_annual_average_inflation_rates_1998-2008_(%25).PNG&oldid=25061)

V roce **1999** došlo oproti roku 1998 k mírnému poklesu míry inflace, v České republice o 0,2 % a v eurozóně o 0,1 %. Opět tedy, stejně jako v roce 1998, byl v obou oblastech inflační cíl podstřelen. Podstřelení inflačního cíle bylo s největší pravděpodobností způsobeno poklesem cen potravin a slabou domácí poptávkou. V průběhu roku 1999 však začaly výrazně růst ceny ropy, kdy se cena barelu zvýšila z průměrné hodnoty 10,3 eura v prvním

čtvrtletí roku 1999 na 23 euro v posledním čtvrtletí.<sup>47</sup> Především v důsledku tohoto faktoru stoupla inflace v roce 2000 ve srovnání s rokem 1999 o 1,5 % v České republice a o 1 % v eurozóně. Euro výrazně depreciovalo oproti ostatním světovým měnám. I přes zřetelný nárůst míry inflace došlo opět k podstřelení inflačního cíle České národní banky.

**Období přelomu tisíciletí** nebylo ve světě spojeno pouze se stupňujícím se růstem cen komodit, ale i s velkými šoky, konkrétně dot.com krachem na burze a teroristickými útoky z 11. září 2001. V průběhu roku 2000 vzrostla inflace v eurozóně nad 2 %, na což Evropská centrální banka 6. října 2000 reagovala nárůstem sazby na hlavní refinanční operace až na hodnotu 4,75 %, což je nejvyšší hodnota, jakou kdy v historii existence Evropské centrální banky sazba na hlavní refinanční operace vykazovala.

V květnu 2001 dosahovala míra inflace v eurozóně dokonce přes 3 %.<sup>48</sup> Meziroční změna inflace se pohybovala na hodnotě 2,3 %, tedy nad definicí cenové stability a tím pádem i nad inflačním cílem. Naopak Česká národní banka v roce **2001** poprvé od zavedení inflačního cílování dosáhla stanoveného cíle, i když spíše na jeho spodní hranici. Prognóza inflace zveřejněná v říjnu 2000 předpokládala o 0,7 % vyšší hodnotu meziroční čisté inflace v roce 2001. Odchylku způsobily především rozdílné ceny pohonných hmot, než jaké byly očekávány. Hlavně ceny ropy byly výrazněji nižší, než z jakých vycházela prognóza.<sup>49</sup>

Od roku 2002 Česká národní banka již cílovala **celkovou inflaci**, která ale dosáhla nižších hodnot, než s jakými se počítalo pro stanovený cíl. Inflace v eurozóně se opět pohybovala nad dvěma procenty, tedy nad definicí cenové stability Evropské centrální banky. V roce 2003 došlo v České republice k výraznému podstřelení inflačního cíle, kdy průměrná inflace klesla oproti předchozímu roku o 1,7 % na 0,1 %. V eurozóně v roce 2003 ke stejnému vývoji nedocházelo, neboť míra inflace dosahovala stejně jako v předchozím roce hodnot mírně nad 2 %.

Nízkoinflační vývoj v České republice byl s největší pravděpodobností způsoben snižováním cen potravin, které od června 2002 až do září 2003 meziročně klesaly. Dále tento

---

<sup>47</sup> Annual report 1999. *Evropská centrální banka* [online]. [cit. 2018-06-17]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar1999en.pdf?94f617e383ca3cf41a839372bf8c8bb3>.

<sup>48</sup> MICOSSI, Stefano. The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015). *CEPS* [online]. 2015 [cit. 2018-06-13]. Dostupné z: [https://www.ceps.eu/system/files/SR%20109%20SM%20Monetary%20Policy%20of%20the%20ECB\\_0.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/SR%20109%20SM%20Monetary%20Policy%20of%20the%20ECB_0.pdf).

<sup>49</sup> Zpráva o inflaci leden 2002. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-17]. s.29-30. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2002/2002\\_leden/download/zoj\\_2002\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/download/zoj_2002_leden.pdf).

vývoj ovlivnil pokles cen ropy, zastavení deregulací, zpomalení růstu v Evropské unii a nečekané a prudké posílení kurzu koruny vůči euru.<sup>50</sup> Na konci roku 2003 nicméně došlo k růstu inflačních očekávání, a to v souvislosti s pravděpodobnými proinflačními dopady změn zákona o spotřebních daních, které přispěly k výraznějšímu nárůstu inflace od počátku roku 2004.

Podstřelení inflačního cíle v České republice v roce 2003 oproti prognóze z července 2002 připisuje Zpráva o inflaci z ledna 2004 především dezinflačnímu vývoji exogenních faktorů, které se nachází zcela nebo částečně mimo dosah měnové politiky České národní banky. Jedná se především o slabou zahraniční poptávku, nízký cenový růst v zahraničí, klesající ceny zemědělských výrobců a apreciovaný kurz eura vůči dolaru.<sup>51</sup>

Rok **2004** v České republice přinesl oproti roku 2003 výrazný nárůst míry inflace, a to na 2,8 %, a opět došlo k dosažení inflačního cíle, i když ve spodních hranicích stanoveného pásma. Míra inflace v eurozóně dosáhla shodné hodnoty s předchozím rokem, 2,1 %, což stále představuje úroveň vyšší než 2 % podle definice cenové stability. V první polovině roku 2004 pokračoval v eurozóně ekonomický růst, jenž započal ve druhé polovině roku 2003 a benefitoval především ze světového hospodářského vývoje, avšak v druhé polovině roku 2004 mírně oslabil. Inflační tlaky plynoucí z ekonomického rozvoje potlačovala částečně mírná apreciacie eura. Především ve druhé polovině roku docházelo k nárůstu administrovaných cen a cen ropy či nepřímých daní. Ve výsledku však míra inflace oproti předchozímu roku zůstala nezměněna.<sup>52</sup>

V roce **2005** opět nebylo inflačního cíle dosaženo ani Českou národní bankou, ani Evropskou centrální bankou. Inflační cíl však byl v České republice podstřelen jen těsně, a to o jednu desetinu procentního bodu. Míra inflace v eurozóně pak oproti předchozímu roku vzrostla o 0,1 %. V roce 2006 a 2007 Česká národní banka inflační cíl ve výši 3 % s tolerančním pásmem 1 % na obě strany naplnila, ale opět ve spodní části tolerančního pásma, neboť míra inflace činila 2,5 % v roce 2006 a 2,8 % v roce 2007. Přechod na bodový cíl ve výši 3 % byl umožněn především deregulací cen a rozvojem daňového systému do

---

<sup>50</sup> Vyhodnocení plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998-2007. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-06-13]. s. 34, 45. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum\\_publicace/plneni\\_infl\\_cilu/download/vyhodnoceni\\_plneni\\_infl\\_cilu\\_CNB\\_1998-2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/plneni_infl_cilu/download/vyhodnoceni_plneni_infl_cilu_CNB_1998-2007.pdf).

<sup>51</sup> Zpráva o inflaci leden 2004. Česká národní banka [online]. [cit. 2018-06-18]. s.4-8. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2004/2004\\_leden/download/zo1\\_2004\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/download/zo1_2004_leden.pdf).

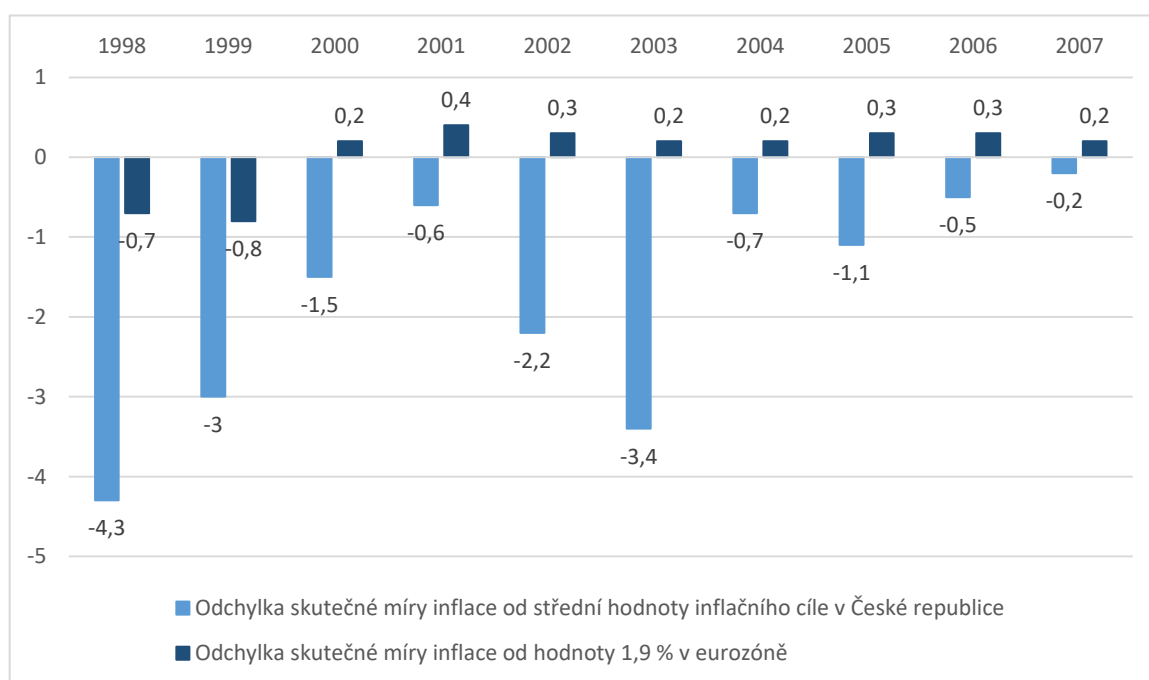
<sup>52</sup> Annual report 2004. Evropská centrální banka [online]. [cit. 2018-06-18]. s.16. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf?7df6f155394757406c9fa2be00c65447>.

podoby standardní ve vyspělých zemích, takže inflaci čím dál méně ovlivňovaly administrativní faktory. V eurozóně i v těchto letech míra inflace dosahovala hodnot mírně nad 2 %.

Další způsob porovnání dosahování inflačních cílů České národní banky a Evropské centrální banky v letech 1998 – 2007 nabízí graf 9. Nezabývá se absolutním pohledem na splnění nebo nesplnění inflačního cíle, ale zobrazuje **odchylku skutečné míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle** v České republice a od hodnoty 1,9 % v eurozóně. Podává tedy informaci o tom, která centrální banka v průměru vykazovala nižší odchylné hodnoty od hodnot stanovených.

Z tohoto úhlu pohledu vychází v hodnocení úspěšnosti inflačního cílování lépe Evropská centrální banka. Průměrná odchylka od cíle v jednotlivých letech činí 0,06 %. V roce 1998 a 1999 byl cíl poněkud výrazněji podstřelen, kdežto ve zbývajících letech mírněji nadstřelen, proto průměrná hodnota dosahuje téměř nulové odchylky. V tomto typu vyhodnocení shodnosti inflačních cílů se skutečnou mírou inflace tedy Evropská centrální banka velmi výrazně uspěla. Naopak v České republice se v průměru skutečná míra inflace lišila od střední hodnoty inflačního cíle o -1,75 %, docházelo tedy v období let 1998 – 2008 k výraznému podstřelení inflačního cíle.

Graf 9 Odchylka míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle v letech 1998 - 2007 v České republice a v eurozóně



Zdroj: Hodnoty z předchozí tabulky, vlastní zpracování

Co se týče **předkrizového klimatu ve světové ekonomice**, vyznačoval se především nárůstem světových cen energetických zdrojů a potravin. Tento nárůst implikoval i zdražení pohonných hmot a ještě výraznější zvyšování měr inflace na konci roku 2007 a na začátku roku 2008. Reálné ceny nemovitostí v zemích OECD radikálně vzrůstaly, částečně kvůli nízkým úrokům na hypotéky. Varování o nadhodnocení nemovitostí přicházely například od OECD, ale nebyly vzaty dostatečně v potaz.

Hospodářská stabilita pravděpodobně zapříčinila pokles rizikových premií na finančních trzích. Pocit nízkého rizika mohl vycházet i z faktu, že všechny potenciálně destabilizující situace, například krize v Rusku a v jihovýchodní Asii, dot.com či útoky z 11. září, byly překonány velice rychle. Nižší vnímané a pozorované riziko tak vedlo k rizikovějšímu chování na trhu aktiv. Ekonomické aktivity byly provozovány v klimatu vysokých cen aktiv, nízkých rizikových premií a pákování.<sup>53</sup>

## **4.2 Dosahování inflačních cílů po roce 2007**

Finanční a ekonomická krize, která ve světovém měřítku propukla po roce 2007, zapříčinila, že centrální banky byly nuceny snižovat své úrokové míry, aby se pokusily nastartovat hospodářství, které se nacházelo v hluboké recesi. Během krátké doby poklesly sazby na technicky nulovou úroveň, ztratily tedy svou funkci nástroje monetární politiky. Centrální banky musely hledat nové způsoby, jak zajistit dosahování stanovených inflačních cílů, v dobách, kdy se z důvodu nemožnosti dále snížit úrokové sazby obávaly v extrémním případě deflace. Česká národní banka se za účelem dosažení svého 2% inflačního cíle rozhodla v roce 2013 přistoupit ke kurzovému závazku, Evropská centrální banka pak v roce 2015 ke kvantitativnímu uvolňování.

Co se týče počátku druhého období tak, jak ho vnímá tato diplomová práce, rok **2008** se vyznačoval vysokou mírou inflace jak v České republice, tak v eurozóně. Repo sazba byla 8. února 2008 zvýšena na 3,75 % a úroková sazba na hlavní refinanční operace dosahovala v červenci 2008 hodnoty 4,25 %, na které vydržela zhruba do poloviny října, a inflace v tomto období dokonce převýšila 4 %, především z důvodu nárůstu cen ropy a potravin. Rok 2008 byl tedy až do září spojen především s vysokým tempem růstu inflace a s tím souvisejícím zvyšováním úrokových sazeb.

---

<sup>53</sup> ELMESKOV, Jørgen. The general economic background to the crisis. *OECD* [online]. 2009 [cit. 2018-06-18]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/eco/42843570.pdf>.

V září 2008 zkrachovala ve Spojených státech amerických investiční banka **Lehman Brothers**. Americká vláda proti tomuto vývoji nijak nezasáhla a krachu nijak nezabránila. Do té doby panovalo přesvědčení, že stát vždy vyplatí banku, která se dostane do vážných finančních potíží. Nyní však každá banka byla považována za rizikovou, neboť se nemohla spoléhat na případnou pomoc, které by se jí mělo dostat právě ze strany státu. Hrozící dominový efekt, který vyplýval z provázanosti světového finančního systému, donutil vlády západních států vložit obrovské sumy kapitálu do svých bank, aby zabránily jejich potenciálnímu kolapsu.

Na pád investiční banky Lehman Brothers reagovala Evropská centrální banka v následujícím měsíci **snížením oficiálních úrokových sazeb**, Česká národní banka pak repo sazbu začala snižovat v listopadu. Na nejnižší hodnotu, konkrétně 0,05 %, se repo sazba dostala 2. listopadu 2012, kde vydržela až do 4. srpna 2018, tedy do dne, ve kterém Česká národní banka poprvé zvýšila úrokové sazby v souvislosti s počátkem zpřísnování monetární politiky. Evropská centrální banka také pokračovala s postupným snižováním úrokových sazeb a 16. března 2016 dosáhla úroková sazba na hlavní refinanční operace dokonce hodnotu 0,00 %.

V druhé polovině roku 2008 také velice významně poklesly ceny ropy na světových trzích, nicméně počátek finanční krize ani snižování cen ropy ještě v roce 2008 nestihly ovlivnit průměrnou meziroční míru inflace. Ta dosahovala v České republice 6,3 % a v eurozóně 3,3 %, což značí oproti minulému roku nárůst o 3,5 % a o 1,2 %. Velice výrazné nadstřelení inflačního cíle v České republice, a to o 2,3 % od horní hranice cílového pásma, bylo způsobeno uvolněním regulovaných cen, rychlým růstem cen potravin a zvýšením nepřímých daní. Konkrétně došlo v České republice k zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 % u potravin a u některých služeb, zvýšení spotřebních daní u cigaret, zavedení ekologických daní a poplatků ve zdravotnictví.<sup>54</sup>

Jak vyplývá z tabulky 7, která zobrazuje skutečnou míru inflace a inflační cíle v České republice a v eurozóně v letech 2008 – 2017, České národní bance se podařilo stanovený inflační cíl dosáhnout ve 40 % případů, v roce 2008 a 2012 byl inflační cíl nadstřelen, ve zbylých 40 % případů pak podstřelen. Evropské centrální bance se v období 2008 – 2017 nepodařilo dosáhnout stanoveného cíle tak, jak byl definován pro potřeby této diplomové

---

<sup>54</sup> Zpráva o inflaci III/2008. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-18]. s.27-28. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2008/2008\\_III/download/zoi\\_III\\_2008.pdf](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_III/download/zoi_III_2008.pdf).

práce, ani v jednom roce. Stejně jako v případě České republiky byl v roce 2008 a 2012 inflační cíl nadstřelen, v případě eurozóny pak ještě navíc v roce 2011. V ostatních letech byl podstřelen a v roce 2015 dokonce velice výrazně hrozila deflace. V roce 2013 a 2014 dosahovala míra inflace v České republice a eurozóně číselně stejných hodnot.

Tabulka 7 Vývoj míry inflace a inflačních cílů v letech 2008 - 2017 v České republice a v eurozóně

Česká republika				Eurozóna		
Cilovaná inflace (%)	Skutečná inflace (%)	Splnění cíle		Cilovaná inflace (%)	Skutečná inflace (%)	Splnění cíle
2 – 4	6,3	×	<b>2008</b>	1,8 – 1,9	3,3	×
2 – 4	1,0	×	<b>2009</b>	1,8 – 1,9	0,3	×
1 – 3	1,5	✓	<b>2010</b>	1,8 – 1,9	1,6	×
1 – 3	1,9	✓	<b>2011</b>	1,8 – 1,9	2,7	×
1 – 3	3,3	×	<b>2012</b>	1,8 – 1,9	2,5	×
1 – 3	1,4	✓	<b>2013</b>	1,8 – 1,9	1,4	×
1 – 3	0,4	×	<b>2014</b>	1,8 – 1,9	0,4	×
1 – 3	0,3	×	<b>2015</b>	1,8 – 1,9	0,0	×
1 – 3	0,7	×	<b>2016</b>	1,8 – 1,9	0,2	×
1 – 3	2,5	✓	<b>2017</b>	1,8 – 1,9	1,5	×

Zdroj: Průměrná roční míra inflace v letech 1994 - 2017. Český statistický úřad. HICP – inflation rate. Eurostat [online]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/2-inflace\\_1994\\_a](https://www.czso.cz/csu/czso/2-inflace_1994_a) <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=tec00118&plugin=1>

V roce **2009** pokračoval pokles cen ropy, který přispěl k výraznému snížení míry inflace jak v České republice, tak v eurozóně. Promítl se v poklesu cen pohonných hmot a působil směrem ke snižování nákladových tlaků v ostatních odvětvích. Průměrná míra inflace se hlavně z těchto důvodů oproti předchozímu roku snížila v České republice o 5,3 % a v eurozóně o 3 %, konkrétně na hodnoty 1,0 % a 0,3 %.

V roce **2010** se ceny ropy vrátily na předkrizovou úroveň a i míra inflace se oproti roku 2009 zvýšila, v České republice na 1,5 %, což značilo naplnění stanoveného inflačního cíle



v daném roce, a v eurozóně na 1,6 %. K intervencím České národní banky na devizovém trhu nedocházelo již v letech bezprostředně následujících po propuknutí finanční krize především z důvodu stabilizačního dopadu pohybu kurzu koruny na vývoj inflace, takže v této době nebyly intervence nutné.

Kromě růstu míry inflace směrem k požadovaným hodnotám byl rok 2010 spojen s počátkem finanční pomoci státům Evropské unie, neboť 9. května 2010 ohlásily Mezinárodní měnový fond a Evropská unie, že poskytnou finanční prostředky Řecku. Pozornost se přesunula od solventnosti bank k solventnosti vlád. Narůstající deficity státních rozpočtů a zvýšené výdaje na expanzivní fiskální politiku začaly představovat nezanedbatelný problém způsobující dluhovou krizi.

Roky 2011 a 2012 jsou spojeny s vyšší než požadovanou mírou inflace v eurozóně a v roce 2012 i v České republice. Tvoří tak výjimku v jinak nízkých hodnotách inflace v pokrizových letech. V České republice k nárůstu inflace v roce 2012 významně přispělo zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 % v lednu 2012. Rychleji než podle prognózy rostly světové ceny ropy i výrobní ceny v zahraničí. Ve světovém měřítku také rostly ceny energie a komodit.<sup>55</sup>

Od podzimu 2012 Česká národní banka začala veřejně prohlašovat, že v případě vzniku potřeby, aby byla monetární politika uvolněna ještě více, je připravena použít i jiné než standardní nástroje. Jelikož prognóza z podzimu 2013 přinášela informaci, že recese odeznívá pouze pomalu a její protiinflační působení a klesající ceny energií a surovin mohou způsobit deflaci, rozhodla se Česká národní banka přistoupit v listopadu 2013 k jednostrannému **kurzovému závazku**.

Podle provedených analýz by v případě, že by nedošlo k žádné reakci ze strany České národní banky, koruna apreciovala dále a domácnosti a podniky by odkládaly spotřebu a investice a nedocházelo by k oživení ekonomiky. I přes přijetí kurzového závazku se však míra inflace až do října 2016 držela pod 1 %, neboť klesaly světové ceny ropy a komodit. Česká národní banka odhlížela od protiinflačního působení pozitivního nabídkového šoku vyvolaného poklesem cen ropy a komodit a nepřizpůsobila podle této změny kurzový závazek.

---

<sup>55</sup> Zpráva o inflaci III/2012. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-18]. s.27-31. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_III/download/zo\\_i\\_III\\_2012.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_III/download/zo_i_III_2012.pdf).

Roky 2014, 2015 a 2016 jsou pak spojeny s extrémně nízkou průměrnou mírou inflace jak v České republice, tak v eurozóně, přičemž v eurozóně se míra inflace v roce 2015 pohybovala již na hranici deflace. Ve stejném roce také Evropská centrální banka počala následovat příkladu Federálního rezervního systému či the Bank of England a přistoupila k nestandardní monetární politice v podobě rozšířeného programu nákupu aktiv neboli kvantitativního uvolňování.

Ke konci roku 2016 se míra inflace v České republice začala postupně zvyšovat. Mezi říjnem a listopadem 2016 vzrostla z 0,8 % na 1,5 % a v prosinci 2016 dokonce na 2 %. Tento nárůst ke konci roku 2016 způsobilo především výrazné zvýšení hospodářského růstu a s ním související inflační tlaky. V počátečních měsících roku 2017 pokračovala míra inflace na úrovních přes 2 % a nebylo tedy nadále nutné udržovat uvolněnou měnovou politiku. Česká národní banka proto **v dubnu 2017 ukončila svůj kurzový závazek**<sup>56</sup> a v srpnu poprvé zvýšila repo sazby, a to jako první centrální banka ze zemí Evropské unie. Další zvýšení úrokových sazeb následovalo v listopadu 2017 a v únoru 2018 a následující se očekává ke konci roku 2018 nebo na začátku roku 2019.<sup>57</sup>

V eurozóně dosáhl růst hrubého domácího produktu v posledním čtvrtletí roku 2017 průměrně 2,7 %, tedy hodnoty, jakou eurozóna nezažila od druhého čtvrtletí roku 2011. Míra inflace ve druhé polovině roku 2017 a v první polovině roku 2018 však stále vykazovala hodnoty kolem 1,5 %. Jádrová inflace, tedy taková, která nebere v potaz volatilní komponenty, jako například energii a potraviny, osciluje kolem hodnoty 1 % již od roku 2013.

Graf 10 vyjadřuje odchylky skutečné míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle v České republice a od hodnoty 1,9 % v eurozóně v letech 2008 – 2017. Stejně jako v předchozí podkapitole tak nabízí pohled na průměrnou odchylku od cíle inflace v jednotlivých letech a jiný způsob hodnocení a porovnání úspěšnosti inflačního cílování. Jak vyplývá z grafu, ve většině let došlo jak v České republice, tak v eurozóně shodně k pozitivní nebo negativní odchylce od stanovené hodnoty, pouze v roce 2011 a 2017 vykazovala míra inflace jednou pozitivní a jednou negativní odchylku od středu stanoveného inflačního cíle. Pozitivní

---

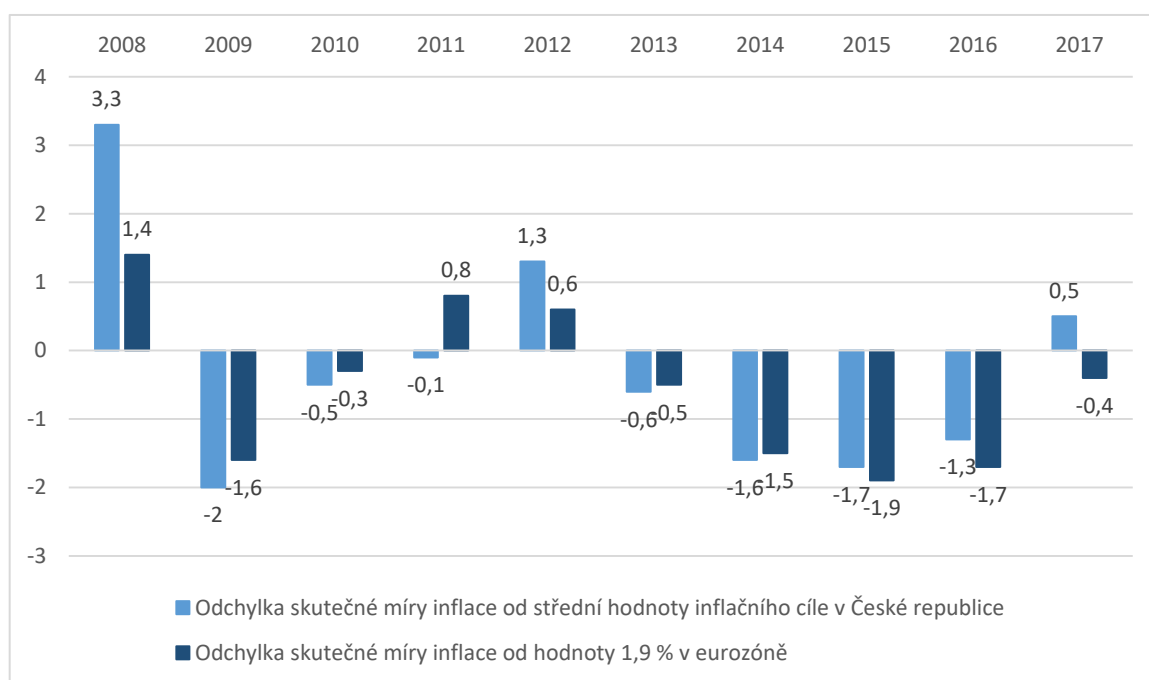
<sup>56</sup> Tato etapa jednostranného zafixování kurzu české koruny k euru a udržování fixace pomocí devizových intervencí je českými ekonomy hodnocena různě – viz BAŽANTOVÁ, Ilona. Experience of inflation targeting in the Czech Republic. *Journal of International Scientific Publications: Economy & Business*, vol. 11, 2017, ISSN 1314-7242 (online), p. 62-63, <https://www.scientific-publications.net/en/article/1001506/>.

<sup>57</sup> 20 let cílování inflace 1998 - 2018. *Česká národní banka* [online]. [cit. 2018-06-15]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/fact\\_sheet\\_cilovani\\_inflace\\_A4\\_CZ\\_web.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/fact_sheet_cilovani_inflace_A4_CZ_web.pdf).

odchylka se projevovala v letech 2008 a 2012, negativní pak v letech 2009, 2010 a 2013 – 2016.

Průměrná odchylka skutečné míry inflace od inflačního cíle dosahuje v letech 2008 – 2017 v České republice hodnotu -0,27 % a v eurozóně hodnotu -0,51 %. Úspěšněji tedy v tomto období vychází z tohoto úhlu pohledu Česká národní banka. Oba dva údaje dosahují záporných hodnot, tedy značí podstřelení inflačního cíle, a odrážejí tak základní charakteristiku nízkoinflačního období následujícího po propuknutí finanční krize. Výraznější přestřelení inflačního cíle v České republice i v eurozóně lze pozorovat pouze před vypuknutím finanční krize v roce 2008 a po vypuknutí finanční krize pouze v roce 2012.

Graf 10 Odchylka míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle v letech 2008 - 2017 v České republice a v eurozóně



Zdroj: Hodnoty z předchozí tabulky, vlastní zpracování

Podle Jørgena Elmeskova **mohl k propuknutí finanční krize** v první dekádě 21. století **příspěť mimo jiné i režim inflačního cílování**. V situaci pozitivního nabídkového či úsporového šoku podle něj dochází k poklesu úrokových měr, které se projeví ve vyšších cenách aktiv. Pokud jsou tyto pozitivní šoky pouze dočasné či pokud dojde k přestřelení cen aktiv, následuje často bolestivé přizpůsobovací období. Za současné situace explicitních či implicitních inflačních cílů, může monetární politika, která způsobuje vysoké ceny aktiv, vést k příliš nízkým současným mírám inflace.

Zkušenost s dříve se objevivšími bublinami na finančním trhu ukazuje, že jejich prasknutí může dokonce vyvolat podstatné riziko deflace. Příliš nízká míra inflace ani deflace však nejsou pro jednotlivé ekonomiky provádějící režim inflačního cílování žádoucí. Podle Elmeskova by se tak, jakmile světová ekonomika plně překoná stále ještě částečně probíhající finanční krizi, měla rozvířít debata o cílech monetární politiky, například zda by inflační cíle neměly být nastaveny na vyšších hodnotách nebo zda by se neměl stanovit cíl cenové hladiny.<sup>58</sup>

Není také úplně jasné, **nakolik opravdu dokáže centrální banka ovlivnit skutečnou míru inflace**. Ta totiž významně závisí na globálním vývoji, především pak na cenách ropy a zprostředkovaně tedy pohonných hmot či na cenách potravin. Ze studie Ferroniho a Mojona, která se zabývala inflací ve 22 státech OECD, vyplývá, že průměrně 70 % fluktuací míry inflace v těchto zemích během let 1960 – 2008 vychází ze společného globálního faktoru. Další studie soustředující se na inflaci těch samých států v kratším období let 1993 – 2014 přičítá globálnímu faktoru vliv na zhruba 50 % vývoje míry inflace. Tento globální faktor však podle nich zahrnuje více dílčích částí, neboť i inflaci bez potravin a energie ovlivňuje asi ze 40 %.<sup>59</sup>

Kritikové režimu inflačního cílování přicházejí s nejrůznějšími alternativami, které by měly inflační cílování v monetárních politikách centrálních bank nahradit. Kromě návrhu cílování cenové hladiny se vyskytuje například názor, že by centrální banky měly **cílovat** nikoliv inflaci, ale **nominální HDP**. Přívržencem tohoto přístupu je také australský profesor ekonomie, Warwick McKibbin. Ten tvrdí, že centrální banky přistupovaly na inflační cílování především proto, že definovalo jasný a konkrétní inflační cíl, který je dobře měřitelný, sledovatelný a kontrolovatelný. V posledních dvou desetiletích tedy centrální banky měly jasný mandát a dosažení inflačního cíle zajišťovalo jejich kredibilitu a ukotvení očekávání. Podle McKibbina inflační cílování velice dobře funguje v případě poptávkových šoků, avšak ne už tak v případě nabídkových šoků.

Pokud například poklesne produktivita, zvýší se náklady vstupů a sníží se výstup. Centrální banka provádějící inflační cílování zpřísní monetární politiku v odpovědi na vzrůstající inflaci, avšak tím sníží reálný HDP. Monetární politika tedy způsobí horší výsledek pro

---

<sup>58</sup> ELMESKOV, Jørgen. The general economic background to the crisis. *OECD* [online]. 2009 [cit. 2018-06-18]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/eco/42843570.pdf>.

<sup>59</sup> FERRONI, Filippo, MOJON, Benoit. Domestic and global inflation. Mimeo [online]. 2014 [cit. 2018-06-19]. s.81. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebart201704\\_01.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebart201704_01.en.pdf).

reálnou ekonomiku, než by způsobil sám šok. V případě cílování nominálního HDP by při poklesu produktivity centrální banka nezohlednila jenom rostoucí inflaci, ale i pokles reálného HDP a nezpřísnila by monetární politiku, možná by ji dokonce uvolnila, pokud by očekávané snížení reálného HDP bylo vyšší než očekávané zvýšení míry inflace. Výstup by tak pro reálnou ekonomiku v tomto případě byl lepší.<sup>60</sup>

Dále se nabízí otázka, **zda nízká míra inflace je důsledkem inflačního cílování**. Bývalý guvernér německé centrální banky Axel Weber dospívá k názoru, že nikoliv. Poukazuje na fakt, že k poklesu míry inflace dochází již od osmdesátých let, kdy ještě probíhalo cílování peněžní zásoby. Dále také podotýká, že pokud by centrální banky pomocí inflačního cílování dokázaly ovlivňovat míru inflace, musely by ji také umět zvyšovat, což však během finanční krize neprokázaly.<sup>61</sup>

---

<sup>60</sup> MCKIBBIN, Warwick James. Central banks must target growth not inflation. Brookings [online]. 2015 [cit. 2018-06-19]. Dostupné z: <https://www.brookings.edu/opinions/central-banks-must-target-growth-not-inflation/>.

<sup>61</sup> WEBER, Axel. Rethinking inflation targeting. Project Syndicate [online]. 2015 [cit. 2018-06-10]. Dostupné z: <https://www.project-syndicate.org/commentary/rethinking-inflation-targeting-price-stability-by-axel-weber-1-2015-06?barrier=accesspaylog>.

## Závěr

Inflační cílování představuje režim monetární politiky, při kterém se centrální banka snaží pomocí měnověpolitického nástroje a za působení transmisního mechanismu ovlivnit míru inflace na daném území. Míra inflace má dosáhnout stanoveného cíle, který se obvykle pohybuje v jednociferných nenulových hodnotách. Aby centrální banky věděly, jakým směrem své nástroje nastavovat, využívají prognózy hospodářského vývoje, jejichž pravidelné zveřejňování představuje jeden ze základních předpokladů úspěšného inflačního cílování.

Pro ovlivňování míry inflace centrální banka využívá krátkodobé úrokové sazby, které přizpůsobuje za účelem dosažení inflačního cíle. Úrokové sazby mění podle rostoucí křivky měnové politiky, která zobrazuje vztah mezi reálnou úrokovou mírou a mírou inflace. Na rostoucí míru inflace reaguje zvýšením reálných úrokových sazeb. Centrální banka se také řídí Taylorovým pravidlem, které vyjadřuje, jakým způsobem mění úrokové sazby v závislosti na odchylce skutečné míry inflace od její požadované úrovně a na produkční mezeře.

Nízká míra inflace, tedy procentní změna cenové hladiny v ekonomice za určité období oproti předchozímu období, hraje v ekonomice důležitou roli. Nadměrná inflace totiž způsobuje pokles kupní síly peněz, snižuje výši úspor, odrazuje od investic a podněcuje kapitálový odliv, proto je v ekonomice nežádoucí. Nadměrná inflace je podle Josepha Stiglitze nákladná, její odstranění ještě nákladnější, a má tendenci akcelarovat mimo kontrolu.

Z tohoto důvodu centrální banky usilují o cenovou stabilitu. Cenovou stabilitu vyjadřuje taková míra inflace, která je dostatečně nízká na to, aby ji domácnosti a firmy nemusely zahrnovat do svých každodenních rozhodování. K dosažení cenové stability má přispět zmíněný režim inflačního cílování, jehož přijetí umožnil mimo jiné i koncept vertikální dlouhodobé Phillipsovy křivky, který informuje o neexistenci substitučního vztahu mezi mírou inflace a mírou nezaměstnanosti.

Aby mohla být centrální banka považována za banku cílující inflaci, musí jejím jediným mandátem být udržování cenové stability, musí explicitně vyhlášovat inflační cíl, za jehož dosažení je odpovědná, musí být nezávislá a komunikovat s veřejností. Česká národní banka, jejímž cílem je podle článku 98 odstavce 1 ústavního zákona č.1/1993 Sb., Ústava České

republiky, péče o cenovou stabilitu, cíluje inflaci od počátku roku 1998. Nejprve v letech 1998 – 2001 pouze k prosinci daného roku v podobě čisté inflace, posléze v režimu celkové inflace indexu spotřebitelských cen, od roku 2006 s bodovým cílem 3 %, který byl od roku 2010 dokonce snížen na 2 %. Index spotřebitelských cen, který cíluje Česká národní banka, sleduje změnu cen spotřebního koše složeného ze dvanácti oddílů podle Evropské klasifikace individuální spotřeby podle účelu ECOICOP. Jednotlivé reprezentativní položky ve spotřebním koši se mění každý rok a od ledna 2018 jsou použity váhy založené na výdajích domácností v roce 2016. Pro ovlivňování míry inflace používá Česká národní banka repo sazbu a systém tendrů.

Evropská centrální banka není oficiálně považována za banku cílující inflaci, neboť inflační cíl stanovuje implicitně v podobě cenové stability, která by se měla pohybovat pod, ale blízko 2 % míry inflace. Evropská centrální banka započala svou činnost k 1.1.1999 jakožto centrální banka eurozóny, se kterou jednotlivé centrální banky spolupracují v rámci Eurosystemu. Jejím vrcholným rozhodovacím orgánem je Rada guvernérů určující úrokové sazby a provádějící monetární politiku. Evropská centrální banka cíluje harmonizovaný index spotřebitelských cen, jehož spotřební koš vychází stejně jako v České republice z Evropské klasifikace individuální spotřeby podle účelu ECOICOP a k cílování inflace využívá změny úrokové sazby na hlavní refinanční operace, sazby na depozitní a sazby na mezní zápůjční facilitu.

Po nástupu finanční krize mnohé centrální banky přistoupily k nestandardním nástrojům měnové politiky. Česká národní banka započala 7. listopadu 2013 kurzový závazek, který trval až do 6. dubna 2017. Nakupovala devizy, aby udržela kurz okolo 27 korun za euro, na což byla nucena vynaložit přes dva biliony korun a devizové rezervy dosáhly částky tři bilionů korun. Evropská centrální banka se v roce 2015 uchýlila ke kvantitativnímu uvolňování neboli rozšířenému programu nákupu aktiv. Národní centrální banky nakupují na sekundárním trhu cenné papíry kryté aktivy, dluhopisy veřejného sektoru, kryté dluhopisy bank a dluhopisy nebankovních korporací v hodnotě 30 miliard eur měsíčně, a to pravděpodobně do září 2018.

Co se týče porovnání dosahování inflačních cílů se skutečnou průměrnou roční mírou inflace, mezi lety 1998 – 2007 došlo v inflačním cílování České národní banky v 60 % případů k podstřelení cíle, konkrétně v letech 1998 – 2000, 2002 – 2003 a 2005, ve 40 % případů, tedy v letech 2001, 2004, 2006 a 2007, k dosažení inflačního cíle. V inflačním

cílování Evropské centrální banky nedošlo k dosažení inflačního cíle tak, jak byl stanoven pro účely této diplomové práce, tedy hodnoty 1,8 – 1,9 %, ani jednou. V 80 % případů, mezi lety 2000 – 2007, byl inflační cíl mírně nadstřelen, a v letech 1998 – 1999 podstřelen. Průměrná odchylka míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle činí v eurozóně v letech 1998 – 2007 0,06 % a v České republice -1,75 %.

V období 2008 – 2017 se České národní bance podařil stanovený cíl dosáhnout ve 40 % případů, a to v letech 2010 – 2011, 2013 a 2017, ve 40 % případů, v letech 2009 a 2014 – 2016, byl podstřelen, a ve 20 % případů, konkrétně v letech 2008 a 2012, byl nadstřelen. Evropské centrální bance se cíl 1,8 – 1,9 % nepodařil splnit ani jednou. V 70 % případů, v letech 2009 – 2010 a 2013 – 2017, byl podstřelen a ve 30 % případů, a to v letech 2008, 2011 a 2012 byl nadstřelen. Odchylka skutečné míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle dosáhla v České republice úrovně -0,27 % a v eurozóně hodnoty -0,51 %.

V souvislosti především s propuknutím finanční krize vyvstaly mezi ekonomy otázky, zda inflační cílování představuje ten pravý režim pro centrální banky. K tomuto uvažování vedly především deflační tlaky spojené s nulovými úrokovými sazbami, problematičnost režimu v případě negativních poptávkových šoků či pochybnosti o schopnosti centrální banky ovlivnit míru inflace. Mezi v současnosti nejpropagovanější alternativy režimu monetární politiky patří cílování cenové hladiny či cílování nominálního hrubého domácího produktu.



## Seznam použitých zkratk

COICOP	Classification of Individual Consumption by Purpose Klasifikace individuální spotřeby podle účelu
CPI	Consumer Price Index Index spotřebitelských cen
DSTI	Debt Service to Income Dluhové služby k příjmu
DTI	Debt to Income Poměr dluhu k příjmu
ECOICOP	European Classification of Individual Consumption according to Purpose Evropská klasifikace individuální spotřeby podle účelu
EEAICP	European Economic Area Index of Consumer Prices Index spotřebitelských cen Evropského hospodářského prostoru
EICP	European Index of Consumer Prices Evropský index spotřebitelských cen
EONIA	Euro overnight index average Evropský jednodenní průměrný ukazatel
HDP	Hrubý domácí produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices Harmonizovaný index spotřebitelských cen

LTV	Loan to Value Úvěr k hodnotě
MUICP	Monetary Union Index of Consumer Prices Index spotřebitelských cen měnové unie
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj

# Seznam použitých zdrojů

## 1. Seznam použité literatury

BAŽANTOVÁ, Ilona. *Centrální bankovníctví v české historii po současnost: Institucionální pohled*. Studie Národohospodářského ústavu Josefa Hlávky č. 4/2005. Praha, Národohospodářský ústav Josefa Hlávky 2005, 195 s., ISBN 80-86729-19-2.

BALDWIN, Richard E., WYPLOSZ, Charles. *Ekonomie evropské integrace*. 4. vydání. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4568-8.

REVENDA, Zbyněk et al. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2014. ISBN 978-80-7261-279-6.

Zdroj: SOUKUP, Jindřich, POŠTA, Vít, NESET, Pavel, PAVELKA, Tomáš, DOBRYLOVSKÝ, Jiří. *Makroekonomie*. 2. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-219-2

## 2. Seznam použitých internetových zdrojů

20 let cílování inflace 1998 - 2018. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/fact\\_sheet\\_cilovani\\_inflace\\_A4\\_CZ\\_web.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/fact_sheet_cilovani_inflace_A4_CZ_web.pdf).

Aktuální prognóza ČNB. Česká národní banka [online]. 3. 5. 2018. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html).

Annual report 1999. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar1999en.pdf?94f617e383ca3cf41a839372bf8c8bb3>.

Annual report 2004. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2004en.pdf?7df6f155394757406c9fa2be00c65447>.

BAŽANTOVÁ, Ilona. Experience of inflation targeting in the Czech Republic. *Journal of International Scientific Publications: Economy & Business*, vol. 11, 2017, ISSN 1314-7242 (online), pp. 52-66, <https://www.scientific-publications.net/en/article/1001506/>

BEIRNE, John. The EONIA Spread Before and During the Crisis of 2007 to 2009: The Role of Liquidity and Credit Risk. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: [http://macro.soc.uoc.gr/docs/Year/2011/papers/paper\\_3\\_4.pdf](http://macro.soc.uoc.gr/docs/Year/2011/papers/paper_3_4.pdf).

BERNANKE, Ben S., MISHKIN, Frederic S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. *The Journal of Economic Perspectives* [online]. 1997, 11(2), 97-116. Dostupné z: <http://web.uconn.edu/ahking/BernankeMishkin97.pdf>.

BLINDER, Alan, EHRMANN, Michael, DE HAAN, Jakob, JANSEN, David-Jan. Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. *De Nederlandsche*

- Bank [online]. 2016. Dostupné z: [https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20525\\_tcm47-346918.PDF](https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20Paper%20525_tcm47-346918.PDF).
- Cílování inflace v ČR. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html#c2](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#c2).
- Členové bankovní rady. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/clenove\\_bankovni\\_rady/index.html](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/clenove_bankovni_rady/index.html).
- DE HAAN, Jakob, HOEBERICHTS, Marco, JANSEN, David-Jan, TEPPA, Federica. Inflation in the euro area and why it matters. De Nederlandsche Bank [online]. 2016. Dostupné z: [https://www.dnb.nl/en/binaries/1605458\\_OS14-3\\_ENG\\_v9\\_tcm47-346543.pdf](https://www.dnb.nl/en/binaries/1605458_OS14-3_ENG_v9_tcm47-346543.pdf).
- ELMESKOV, Jørgen. The general economic background to the crisis. OECD [online]. 2009. Dostupné z: <https://www.oecd.org/eco/42843570.pdf>.
- Eonia interest rate [online]. Dostupné z: <http://www.global-rates.com/interest-rates/eonia/eonia.aspx>.
- FERRONI, Filippo, MOJON, Benoit. Domestic and global inflation. Mimeo [online]. 2014. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebart201704\\_01.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebart201704_01.en.pdf).
- Globální ekonomický výhled - leden 2018. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/gev/gev\\_2018/gev\\_2018\\_01.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2018/gev_2018_01.pdf).
- GOODHART, Charles, LASTRA Rosa. Potential threats to central bank independence. Vox [online]. 2018. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/potential-threats-central-bank-independence>.
- HATCHER, Michael, MINFORD, Patrick. Inflation targeting vs price-level targeting: A new survey of theory and empirics. VOX [online]. 2014 Dostupné z: <https://voxeu.org/article/inflation-targeting-vs-price-level-targeting>.
- Historie ČNB. Česká národní banka [online]. Dostupné z: <http://www.historie.cnb.cz/cs/>.
- Indexy spotřebitelských cen - inflace - časové řady. Český statistický úřad [online]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/isc\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/isc_cr).
- Indexy spotřebitelských cen (metodická příručka pro uživatele). Český statistický úřad [online]. 2018. Dostupné z: [https://www.czso.cz/documents/10180/26822363/manual\\_isc\\_2018.pdf/ab0c03f6-2131-4a01-9210-abca95fe64b8?version=1.3](https://www.czso.cz/documents/10180/26822363/manual_isc_2018.pdf/ab0c03f6-2131-4a01-9210-abca95fe64b8?version=1.3).
- Inflace, míra inflace - Metodika. Český statistický úřad [online]. 2018. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz\\_se\\_rekne\\_inflace\\_resp\\_mira\\_inflace#4](https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace#4).
- Inflation dashboard. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/inflation.en.html?hasFlash=true&](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/inflation.en.html?hasFlash=true&).

ISSING, Otmar. The uncertain future of central bank independence. Vox [online]. 2018. Dostupné z: <https://voxeu.org/article/uncertain-future-central-bank-independence>.

JAHAN, Sarwat. Inflation Targeting: Holding the Line. Mezinárodní měnový fond [online]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>.

Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB?. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/faq/jak\\_se\\_vyvijela\\_dvoutydeni\\_repo\\_sazba\\_cnb.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydeni_repo_sazba_cnb.html).

Jak vzniká prognóza. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html).

Key ECB interest rates. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html).

LIM, Cheng Hoon, COLUMBA, Francesco, COSTA, Alejo, KONGSAMUT, Piyabha, OTANI, Akira, SAIYID, Mustafa, WEZEL, Torsten, WU, Xiaoyong. Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them?. International Monetary Fund [online]. Dostupné z: [http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos\\_preliminares/120525%20Macroprudential%20Policy%20IMF%202011.pdf](http://www.economia.puc-rio.br/mgarcia/Seminario/textos_preliminares/120525%20Macroprudential%20Policy%20IMF%202011.pdf).

LIPOVSKÁ, Hana. Dvacet let českého inflačního cílování. Institut Václava Klause [online]. Dostupné z: <http://institutvk.cz/clanky/1081.html>.

MCKIBBIN, Warwick James. Central banks must target growth not inflation. Brookings [online]. 2015. Dostupné z: <https://www.brookings.edu/opinions/central-banks-must-target-growth-not-inflation/>.

Measuring inflation – the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP). Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.en.html).

Měnověpolitické nástroje. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html).

MICOSSI, Stefano. The Monetary Policy of the European Central Bank (2002-2015). CEPS [online]. 2015. Dostupné z: [https://www.ceps.eu/system/files/SR%20109%20SM%20Monetary%20Policy%20of%20the%20ECB\\_0.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/SR%20109%20SM%20Monetary%20Policy%20of%20the%20ECB_0.pdf).

MISHKIN, Frederic S. From Monetary Targeting to Inflation Targeting. Světová banka [online]. 2001. Dostupné z: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/19531/multi0page.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.

MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting [online]. 2001. Dostupné z: <https://notendur.hi.is/ajonsson/kennsla2013/01ENCYC.pdf>.

Na intervence proti posilující koruně vydala ČNB zhruba dva biliony korun, březen byl rekordní. Česká televize, 9.5.2017 [online]. Dostupné z:

<http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/2113127-na-intervence-proti-posilujici-korune-vydala-cnb-zhruba-dva-biliony-korun-brezen>.

Odpovědnost. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/accountability/html/index.cs.html>.

Půvab cílování inflace spočívá v komunikaci. Česká národní banka [online]. 16.3.2018. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180316\\_dedek\\_roklen.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180316_dedek_roklen.html).

Rada guvernérů. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.cs.html>.

Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky - 2017. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2017.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2017.pdf).

Rozhodování o zvýšení sazeb nás čeká až v dalších čtvrtletích. Česká národní banka [online]. 22.2.2018. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180222\\_r\\_usnok\\_ct24\\_byznys.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180222_r_usnok_ct24_byznys.html).

Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2018. Český statistický úřad [online]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot\\_kos2018.pdf/adfd3064-17f2-4820-975d-b67cc7af61b3?version=1.5](https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot_kos2018.pdf/adfd3064-17f2-4820-975d-b67cc7af61b3?version=1.5).

STIGLITZ, Joseph E. Central Banking in a Democratic Society. De Economist [online]. 1998. Dostupné z: <https://academiccommons.columbia.edu/catalog/ac:159262>.

The definition of price stability. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>.

Vyhodnocení plnění inflačních cílů ČNB v letech 1998-2007. Česká národní banka [online]. Dostupné z: [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum\\_publicace/plneni\\_infl\\_cilu/download/vyhodnoceni\\_plneni\\_infl\\_cilu\\_CNB\\_1998-2007.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/plneni_infl_cilu/download/vyhodnoceni_plneni_infl_cilu_CNB_1998-2007.pdf).

Výkonná rada. Evropská centrální banka [online]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/eb/html/index.cs.html>.

WEBER, Axel. Rethinking inflation targeting. Project Syndicate [online]. 2015 Dostupné z: <https://www.project-syndicate.org/commentary/rethinking-inflation-targeting-price-stability-by-axel-weber-1-2015-06?barrier=accesspaylog>.

WIELADEK, Tomasz, PASCUAL Antonio Garcia. The European Central Bank's QE: A New Hope. CESIFO [online]. 2016. Dostupné z: [http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp5946.pdf](http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp5946.pdf).

Zpráva o inflaci - leden 1999. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_leden/download/zoi\\_1999\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoi_1999_leden.pdf).

Zpráva o inflaci II/2018. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2018/2018\\_II/download/zoi\\_II\\_2018.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2018/2018_II/download/zoi_II_2018.pdf).

Zpráva o inflaci III/2008. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2008/2008\\_III/download/zoi\\_III\\_2008.pdf](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_III/download/zoi_III_2008.pdf).

Zpráva o inflaci III/2012. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_III/download/zoi\\_III\\_2012.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_III/download/zoi_III_2012.pdf).

Zpráva o inflaci leden 2002. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2002/2002\\_leden/download/zoi\\_2002\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/download/zoi_2002_leden.pdf).

Zpráva o inflaci leden 2004. Česká národní banka [online]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2004/2004\\_leden/download/zoi\\_2004\\_leden.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/download/zoi_2004_leden.pdf).

Žádný sešup přijít nemusí. Česká národní banka [online]. 21.5.2018. Dostupné z:  
[http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2018/cl\\_18\\_180521\\_hampl\\_tyden.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2018/cl_18_180521_hampl_tyden.html).

### **3. Seznam použitých právních předpisů**

Ústavní zákon č. 1/1993 Sb., Ústava České republiky

Úř. věst. C 202, 7.6.2016, s.13, Smlouva o Evropské unii (konsolidované znění)

Úř. věst. C 202, 7.6.2016, s.47, Smlouva o fungování Evropské unie (konsolidované znění)

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

# **Inflační cílení jako měnový indikátor centrálních bank**

## **Abstrakt**

Diplomová práce na téma „Inflační cílení jako měnový indikátor centrálních bank“ si klade za cíl porovnat úspěšnost inflačního cílování prováděného Českou národní bankou a Evropskou centrální bankou. Cílování inflace jakožto měnověpolitický režim se začalo využívat poprvé téměř před 30 lety a jeho podstatou je snaha ovlivnit míru inflace pomocí úpravy krátkodobých úrokových sazeb a stabilizace inflačních očekávání. Staví na odpovědnosti centrálních bank za dosahování stanoveného cíle, jejich transparentnosti a komunikaci s veřejností, například pomocí zveřejňování makroekonomických prognóz.

První kapitola diplomové práce si klade za cíl vymezit pojem centrální banky a cílování inflace. Zabývá se účelem centrálních bank, jejich nástroji pro výkon monetární politiky, nezávislostí a odpovědností centrálních bank, a stanovuje pravidlo měnové politiky centrálních bank. Dále také vysvětluje střednědobou a dlouhodobou vertikální Phillipsovu křivku a Taylorovo pravidlo.

Druhá kapitola se zabývá Českou národní bankou a jejím cílem je popsat činnost a inflační cílování České národní banky. Stanovuje její hlavní účel, nástroje měnové politiky a stručně popisuje její historii. Vysvětluje mechanismus inflačního cílování tak, jak ho provádí Česká národní banka, dále index spotřebitelských cen a spotřební koš. Popisuje, jak vzniká makroekonomická prognóza a podrobněji se zabývá Zprávou o inflaci II/2018.

Třetí kapitola se zabývá Evropskou centrální bankou a jejím cílem je popsat povahu a činnost Evropské centrální banky a její pojetí cenové stability. Shrnuje organizační složení Evropské centrální banky, zabývá se harmonizovaným indexem spotřebitelských cen a důvody, proč se liší inflace v jednotlivých členských státech eurozóny.

Poslední kapitola diplomové práce porovnává úspěšnost dosahování inflačních cílů České národní banky a Evropské centrální banky. Porovnává jednak inflační cíl a průměrnou meziroční míru inflace, jednak odchylku míry inflace od střední hodnoty inflačního cíle, a snaží se nabídnout možné důvody, proč případně nedocházelo k naplnění inflačního cíle.

**Klíčová slova: inflační cílování, Česká národní banka, Evropská centrální banka**



# **Inflation Targeting as a Monetary Indicator of Central Banks**

## **Abstract**

The diploma thesis on the subject „Inflation Targeting as a Monetary Indicator of Central Banks“ aims to compare the successfulness of the inflation targeting executed by the Czech National Bank and the European Central Bank. Inflation targeting as a monetary-political regime was used for the first time almost 30 years ago and its merit is to influence the inflation rate based on the adjustments of short-term interest rates and the stabilization of inflation expectations. It is based on the accountability of central banks to fulfill the set target, their transparency and communication with the public, for example via publishing the macroeconomic prognoses.

The first chapter of the diploma thesis aims to define the term central bank and inflation targeting. It deals with the purpose of central banks, their instruments to pursue monetary policy, independence and accountability of central banks, and determines the rule of central banks' monetary policy. Additionally, it explains medium- and long-term vertical Phillips curve and Taylor's rule.

The second chapter addresses the topic of the Czech national bank and aims to describe its function and inflation targeting. It specifies its main purpose, instruments of the monetary policy and briefly describes its history. It explains the mechanisms of the inflation targeting as carried out by the Czech National Bank, furthermore it explains consumer price index and consumer basket. It describes the process of creation of a macroeconomic prognosis and addresses the Inflation report II/2018 in more detail.

The third chapter deals with the topic of the European Central Bank and its target is to describe its character and activity and the concept of price stability as perceived by the European Central Bank. It sums up the organizational composition of the European Central Bank, addresses the harmonized index of consumer prices and reasons for different inflation levels in the euro area countries.

The last chapter of the diploma thesis compares the successfulness of reaching the inflation targets as set by the Czech National Bank and the European Central Bank. It compares for one thing the inflation target and the average annual inflation rate, and for another the deviation of the inflation rate from the mean value of the inflation target, and

tries to come up with potential reasons causing the non-accomplishment of the inflation targets.

**Key words: inflation targeting, Czech National Bank, European Central Bank**