Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika



DOPADY MĚNOVÉ POLITIKY ČNB NA ČESKÉ HOSPODÁŘSTVÍ V LETECH 1993 - 2015

diplomová práce

Autor: Bc. Michal Mrzena
Vedoucí práce: doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Rok: 2016

Prohlašuji na svou čest, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Michal Mrzena
V Praze, dne 2. 1. 2017

Rád bych poděkoval panu doc. Ing. Miroslavu Ševčíkovi, CSc. za cenné rady a připomínky, které mi během psaní diplomové práce poskytl. Dále bych rád poděkoval rodině za podporu po dobu mého studia.

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2015/2016

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel : **Bc. Michal Mrzena**

Studijní program: Ekonomie a hospodářská správa

Obor: Hospodářská politika

Název tématu: **DOPADY MĚNOVÉ POLITIKY ČNB NA ČESKÉ HOSPODÁŘSTVÍ V LETECH 1993-2015**

Zásady pro vypracování:

1. Cílem diplomové práce bude zanalyzovat dopady měnové politiky České národní banky na české hospodářství v letech 1993 – 2015. V průběhu vymezeného období se měnová politika nastavovala různými směry a měla různorodé dopady na makroekonomické veličiny české ekonomiky.
2. V současné době probíhá měnová politika intervencí na měnovém trhu a dopady těchto opatření má možnost sledovat i neodborná veřejnost. S ohledem na tyto skutečnosti se práce bude snažit shrnout a zhodnotit dopady měnovědpolitických opatření za celé fungování ČNB.
3. Práce bude teoreticky popisovat centrální banku podle ekonomických teorií, její význam a činnost jako tvůrce monetární politiky. Dále se bude zabývat teorií měnové politiky, jako jsou např. měnovědpolitické nástroje a režimy. K analýze dopadů na ekonomiku bude využívat i jejich teoretického vysvětlení.
4. V praktické části se diplomová práce bude věnovat samotné měnové politice prováděnou Českou národní bankou. Bude analyzovat makroekonomické dopady režimu fixního kurzu měnové politiky a poté režimu cílování inflace a bude zkoumat, jestli cílování inflace má pozitivnější dopady na českou ekonomiku nežli fixní měnový kurz.

Rozsah práce: 65

Seznam odborné literatury:

1. ADAM, T. a PLAŠIL, M. (2014). The Impact of Financial Variables on Czech Macroeconomic Developments: An Empirical Investigation. CNB Working Paper 11/2014.
2. BAILIU, J., LAFRANCE, R. a PERRAULT, J. (2002): Does Exchange Rate Policy Matter for Growth? Working Paper 2002 – 17. Bank of Canada, 2001. ISSN 1192-5434.
3. BARRO, R. J. (1995): Inflation and Economic Growth. NBER Working Paper Series Nr. 5326. National Bureau of Economic Research. 1995.
4. BAŽANTOVÁ, I. Centrální bankovnictví v české historii po současnost : institucionální pohled. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 2005. ISBN 80-86729-19-2.
5. BRŮNA, Karel. Úrokový transmisní mechanismus a řízení úrokové marže bank v kontextu dezinflační politiky České národní banky. Politická ekonomie. 2007, 2007(6): 829-851. DOI: 10.18267/j.polek.626. ISSN 0032-3233. Dostupné také z: http://www.vse.cz/polek/626
6. KUNERT, Jakub – NOVOTNÝ, Jiří: Centrální bankovnictví v českých zemích, 1. vydání, Praha, nakladatelství Česká národní banka v Praze 2008, 183 str., ISBN 978-80-87225-06-6
7. MANDEL, Martin – TOMŠÍK, Vladimír: Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, 2. vydání, Praha, Management Press 2008, 367 str., ISBN 978-80-7261-185-0
8. REVENDA, Zbyněk: Centrální bankovnictví, 1. vydání, Praha, Management Press 1999, ISBN 80-85943-89-1
9. VENCOVSKÝ, František: Měnová politika v české historii, Praha, Česká národní banka 2001, ISBN 80-238-7796-8

Datum zadání diplomové práce: únor 2016

Termín odevzdání diplomové práce: květen 2016

Michal Mrzena

Bc. Michal Mrzena
Řešitel

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí ústavu

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Děkan NF VŠE

Abstrakt

Cílem diplomové práce je analyzovat dopady měnové politiky České národní banky na české hospodářství v letech 1993-2015.

Převážně v posledních letech je téma měnové politiky v České republice velmi probírané a se změnami nástrojů měnové politiky je analýza měnové politiky za celé období fungování ČNB pro autora velmi poutavé téma.

V teoretické části se práce zabývá centrální bankou z pohledu ekonomických škol a ekonomické teorie. Detailně jsou probírány režimy měnové politiky s důrazem na režim cílování inflace.

V praktické části se práce zabývá analýzou jednotlivých let provádění měnové politiky z pohledu plnění stanovených cílů a jejich dopady na ekonomiku. Závěrem této analýzy je zhodnocení úspěšnosti měnové politiky od roku 1993 až do současnosti.

Klíčová slova

měnová politika, centrální banka, ČNB, inflace, cílování inflace, měnový agregát, měnový kurz, úrokové sazby

JEL klasifikace

E52, E58, E31

Abstract

The aim of this thesis is to analyze impacts of monetary policy of Czech national bank on the Czech economy since 1993 to 2015.

Last few years monetary policy has been often discussed topic in Czech republic. Instruments of monetary policy have been changing and it will be changed again. In this conditions the analysis of entire period of CNB existence is very attractive for author.

The theoretical part of the thesis deals with economic theory of central bank. In this part the thesis talks in detail about the regimes of monetary policy and it is focusing on the inflation targeting.

The practical part of the thesis deals with analysis of monetary policy in every year in terms of meeting the targets and their impact on the economy. The conclusion of this analysis is to evaluate the effectiveness of monetary policy from 1993 to the present.

Key words

monetary policy, central bank, CNB, inflation, inflation targeting, monetary aggregate, exchange rate, interest rates

JEL classification

E52, E58, E31

Obsah

Úvod ... 9
Metodologie ... 11
1 Centrální banka a její funkce ... 12
1.1 Emisní funkce ... 12
1.2 Devizová funkce centrální banky ... 13
1.3 Regulační funkce ... 13
1.4 Banka bank ... 14
1.5 Banka státu ... 15
2 Teoretické přístupy k měnové politice ... 16
2.1 Neoklasická škola ... 16
2.2 Rakouská škola ... 17
2.3 Keynesiánství ... 18
2.4 Neokeynesiánství ... 19
2.5 Monetarismus ... 19
2.6 Škola racionálního očekávání ... 21
2.7 Postkeynesiánství ... 22
2.8 Nová keynesiánská teorie ... 23
3 Měnová politika ... 26
3.1 Režimy měnové politiky ... 26
3.1.1 Režim s implicitní nominální kotvou ... 27
3.1.2 Režim cílování peněžní zásoby ... 27
3.1.3 Cílování měnového kurzu ... 28
3.1.4 Cílování inflace ... 29
4 Měnová politika v režimu cílování peněžní zásoby ... 33
4.1 Vývoj měnové politiky v letech 1993 - 1995 ... 33
4.2 Vývoj měnové politiky v roce 1996 ... 43
4.3 Vývoj měnové politiky v roce 1997 ... 44
5 Měnová politika v režimu cílování inflace ... 50
5.1 Vývoj měnové politiky v cílování čisté inflace ... 51
5.2 Vývoj měnové politiky v cílování pásma celkové inflace ... 59
5.3 Vývoj měnové politiky v cílování bodové inflace ... 66
5.4 Vývoj měnové politiky v období světové ekonomické krize ... 70
6 Měnový kurz jako nástroj měnové politiky ... 77
Závěr ... 85
Seznam tabulek a grafů ... 88
Grafy ... 88
Tabulky ... 89
Obrázky ... 90
Seznam použité literatury ... 91
Publikované zdroje ... 91
Zdroje České národní banky ... 93
Internetové zdroje ... 97
Zákony a usnesení ... 98

Úvod

Téma měnové politiky v současnosti rozděluje širší odbornou veřejnost. Vyčerpáním svého nástroje měnové politiky v podobě úrokových sazeb na technické nule přistoupila Česká národní banka k ovlivňování měnového kurzu, což se stalo tématem číslo jedna. Zpracování a analýzu měnové politiky za dobu existence ČNB autor považuje nutné pro hlubší porozumění současného dění. Dalším důvodem pro zvolení tohoto tématu je stále více kritizované cílování inflace, které je v České republice využíváno od roku 1998.

V první části se práce zabývá teoretickými podklady centrální banky a měnové politiky. Práce přibližuje funkce centrální banky, z nichž jednou je měnová politika. Ze zadaného tématu nevnímá práce za nutné seznámit čtenáře s detailním fungováním měnové politiky z pohledu teorie. Velký důraz však klade na teoretické aspekty centrální banky a měnové politiky z pohledu teorií významných ekonomických škol. Ke konci teoretické části práce rozebírá režimy měnové politiky. Nejdůležitějším režimem pro vypracování zadané tématu je cílování inflace, kterému práce věnuje největší prostor.

V praktické části je práce rozdělena do tří kapitol. V první z nich práce analyzuje měnovou politiku v režimu cílování peněžní zásoby. Současně s tím je toto období významné vznikem České republiky, samostatné české měny a postupným růstem české ekonomiky až do roku 1997, kdy prodělala měnovou krizi a z režimu cílování peněžní zásoby přešla Česká národní banka na režim cílování inflace, který v dané době využívalo pouze pár vyspělých ekonomik.

Režim cílování inflace ČNB praktikuje od roku 1998 do současnosti, proto práce tomuto režimu věnuje nejvíce prostoru. Práce analyzuje vývoj tohoto režimu se zaměřením na plnění inflačních cílů. Z počátku ČNB cílovala svojí měnovou politikou čistou inflaci, z důvodu statutu transformující se ekonomiky. Přechod na cílování celkové inflace a poté cílování bodového pásma této inflace reflektuje postupné profilování České republiky po boku Evropské unie do malé otevřené vyspělé ekonomiky. Poslední částí této kapitoly je vývoj měnové politiky v období světové krize, která propukla v roce 2008 a její dopady nejsou v určitých úsecích stále plně odbourány.

Poslední kapitolu věnuje práce vývoji měnové politiky po změně nástroje používaného Českou národní bankou. Režim měnové politiky je stále cílování inflace, ale centrální banka plně využila svého nástroje v podobě úrokových sazeb. Novým nástrojem, který ČNB začala využívat od roku 2013, je kurz české koruny. Tento krok je velmi diskutovaným tématem mezi odbornou i širší veřejností a centrální banka je za tento krok nemálo kritizována. Využití tohoto nástroje bude pokračovat i v roce 2017.

Cílem diplomové práce je zanalyzovat měnovou politiku České národní banky a její dopady na české hospodářství v období od roku 1993 až do roku 2015. Pro účel splnění cíle autor stanovil nosné otázky: Jak ČNB dodržuje zvolené cíle měnové politiky? Má režim cílování inflace pozitivnější dopady než cílování peněžní zásoby? Je nástroj měnové politiky v podobě měnového kurzu výhodnější, než nástroj úrokových sazeb?

Metodologie

Jak je již zmíněno v Úvodu, cílem diplomové práce je zanalyzovat dopady měnové politiky České národní banky na české hospodářství v letech 1993 – 2015. Práce využívá kombinaci několika metod. Základními otázkami, se kterými práce pracuje, jsou – Jak ČNB dodržuje zvolené cíle měnové politiky? Má režim cílování inflace pozitivnější dopady než cílování peněžní zásoby? Je nástroj měnové politiky v podobě měnového kurzu výhodnější, než nástroj úrokových sazeb?

V rámci teoretické části byly použity metody deskripce a literární rešerše. Cílem práce není popsat celkové fungování centrální banky, ale přiblížit teoretické pohledy na jednu z funkcí centrální banky, měnovou politiku. Autor pracoval s mnoha literárními prameny pro pochopení a vyjasnění teoretické roviny monetární politiky. Hlavními aspekty v teoretické části tvoří pohledy ekonomických škol na centrální banku a její monetární politiku a poté pochopení režimů monetární politiky, které se v historii České národní banky střídaly. Práce se zaměřuje převážně na režim cílování inflace, který převládá v novodobé měnové politice v České republice.

V praktické části autor využívá metod analýzy, srovnávání a částečně i syntézy. K těmto metodám byla v této části využita také deskripce s rešerší. Základní jednotkou, která byla v rámci analýzy měnové politiky sledována, bylo plnění vytyčených cílů. Práce čerpá z dostupných dat České národní banky, Ministerstva financí ČR a Českého statistického úřadu. Autor si je vědom rozsáhlostí zkoumaného období a komplexnosti veličin, které ovlivňují ekonomiku. Proto se práce zaměřuje převážně na analýzu plnění inflačních cílů a vyvozování důsledků pouze z kroků provedených centrální bankou nedodává relevantní závěry.

V závěru práce autor metodou syntézy a dedukce využil nabyté informace o měnové politice v České republice a poskytne svůj pohled na budoucí měnovou politiku centrální banky.

1 Centrální banka a její funkce

Pokud hovoříme o tržním hospodářství kterékoliv země, je nezbytné, aby bylo zajištěno řádné fungování peněžní sféry a bankovní a finanční soustavy. Nejdůležitější institucí, která o toto usiluje, je centrální banka. V České republice je to Česká národní banka.

Centrální banka je instituce, která má specifické postavení mezi ostatními bankami v bankovní soustavě. Kromě funkce finančního zprostředkovatele provádí i další, specifické činnosti. Mezi ně patří emisní monopol, což znamená, že daná banka má výsadní právo na emisi bankovek či mincí na území daného státu. Další specifickou činností je provádění měnové politiky daného státu a regulace bankovního systému.

Centrální banka provádí soubor činností, které lze označit za její funkce. Tyto činnosti mají charakteristiku jak makroekonomickou, tak mikroekonomickou. Nelze je od sebe zjednodušeně oddělit, jelikož probíhají současně a navzájem se ovlivňují.

Obecně lze říci, že obsah mikroekonomických i makroekonomických funkcí centrální banky musí být takový, aby fungovala bankovní soustava hladce a finanční sektor jako celek. Avšak tyto činnosti musí umožnit a především podporovat ekonomický rozvoj.

Mezi makroekonomické funkce centrální banky patří emisní činnost, devizová činnost a provádění monetární politiky. Naopak mezi mikroekonomické funkce patří regulace a dohled nad bankovním systémem, který spočívá ve stanovení fundamentálních povinností a pravidel pro činnost ostatních bank v rámci bankovní soustavy v dané zemi. V rámci mikroekonomických funkcí banka dále zajišťuje hladký průběh platebního styku.

V následující kapitole jsou rozebrány dané funkce detailněji. Měnové politice práce věnuje celou kapitolu.

1.1 Emisní funkce

Emisní činnost je v praxi neoddělitelná od měnové politiky, jelikož měnová politika se zabývá množstvím peněz v ekonomice a reálně vyhodnocuje jejich potřebné množství. Potřebné množství lze charakterizovat zabezpečením takového množství

peněz v ekonomice, aby byla zajištěna stabilita měny, což znamená, aby nevznikal přebytek peněz nebo naopak jejich nedostatek. V tržní ekonomice je přebytek či nedostatek peněz spojen se změnami v měnovém kurzu. Pokud chce banka udržovat stabilní kurz měny, je třeba regulovat množství peněz v oběhu (Šenkýřová a kol, 2010).

Centrální banka vlastní monopol na emisi hotovostních peněz, tudíž má výsadní právo je emitovat. Emituje i bezhotovostní peníze, na které ale v tomto případě monopol nevlastní, jelikož bezhotovostní peníze emitují především obchodní banky (Revenda, 2011).

Ve vyspělých ekonomikách se podíl hotovostních peněz na celkovém peněžním obratu stále zmenšuje. To jest zapříčiněno vzrůstem bezhotovostních peněz, které můžou emitovat i jiné banky než centrální. Avšak dle článku „Hotovost v oběhu: světové trendy a situace v České republice“ od P. Řezábka a J. Cimburka (2008) absolutní množství hotovostních peněz stále roste, ale jejich relativní množství klesá. V článku hodnotí, zdali hotovostní peníze mají, resp. budou mít stále svojí silnou pozici jako platební prostředek. Docházejí k závěru, že dle nimi popsaných kvalitativních faktorů bude hotovost v budoucnu hrát důležitou roli, jako spolehlivý a bezpečný platební prostředek.

1.2 Devizová funkce centrální banky

Centrální banka v rámci devizové oblasti pečuje o platební styk vůči zahraničí, aby nedocházelo k omezení devizové likvidity. Centrální banka také provádí devizovou regulaci. Devizové likvidity centrální banka zabezpečuje skrze devizové rezervy, které spravuje pro stát. Musí jich udržovat potřebnou výši a také vhodně rozvrhnout výše jednotlivých měnových struktur. Pokud se devizové rezervy sníží, či zvýší, děje se tak kvůli krátkodobým výkyvům měnových kurzů, a to z důvodu změn poptávky či nabídky. Operacemi na volném trhu centrální banka provádí tzv. hedging – provádí operace, které působí proti poklesu hodnoty devizových rezerv (Pavlát, 2008). K tomu jsou využívány operace s finančními deriváty, opcemi, měnovými swapy apod.

1.3 Regulační funkce

Centrální banka sleduje bankovní soustavu a činnost bank a má možnost tyto banky usměrňovat. Stanovuje pravidla pro činnost bank, které spadají do druhého

bankovního stupně a tvoří celkovou bankovní soustavu. Cílem této regulační činnosti je podpora spolehlivosti bankovního systému, jeho efektivnost a bezpečnost jeho fungování v daném státě. Jako nástroj pro regulaci centrální banky využívají vydávání právních předpisů, které jsou platné pro subjekty bankovní soustavy. K vydávání těchto předpisů je oprávněna na základě zákona, který vymezuje její činnost. Skutečnost, že centrální banka vydává právní normy, které mají nižší právní sílu než zákony, představuje fakt, že i v tržní ekonomice centrální banka v určitých činnostech podléhá vládě. Tento vztah je upraven v zákonu o centrální bance.[1]

1.4 Banka bank

Centrální banka obsluhuje bankovní soustavu. V rámci těchto činností přijímá vklady od ostatních bank, poskytuje úvěry bankám, vede jejich účty a provádí mezibankovní zúčtování. Centrální banka vytváří příznivé podmínky pro činnost ostatních bank. Za příznivých podmínek si mohou u centrální banky ukládat své vklady v určitých částech, které slouží jako jejich rezervy. Tyto rezervy mohou být buď dobrovolné rezervy nebo povinné minimální rezervy. Rezervy mohou ukládat jak v dané měně státu, tak i v cizích měnách (Šenkýřová a kol, 2010).

Centrální banka v řadě zemích realizuje mezibankovní platební styk. Může zde plnit funkci tzv. zúčtovací banky, což znamená, že jednotlivé banky jsou na centrální banku napojeny přes účty, které mají u ní otevřené a přes centrální banku provádí vzájemné zúčtování plateb. Existují však tři možnosti, jak mezibankovní platební styk v dané ekonomice probíhá. První možností je, že centrální banka stanoví pravidla pro mezibankovní zúčtování a kontroluje jejich dodržování, avšak sama v zúčtování nehraje roli. Banky mají účty otevřeny navzájem mezi sebou. Další možností pro zúčtování mezibankovního platebního styku je výše zmiňovaný, při kterém se centrální banka angažuje a ostatní banky mají účty otevřené u ní. Poslední možností je, že centrální banka sama zabezpečuje zúčtovací systém a hraje v něm hlavní roli (Pavlát, 2004).

Tato funkce centrální banky je úzce propojena s funkcí regulátora bankovní soustavy, pro kterou je nutné shromažďování informací o peněžních tocích a monitorování celkového vývoje bankovní soustavy daného státu.

[1] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance

1.5 Banka státu

Centrální banka státu vede účty a provádí některé operace pro vládu, centrální instituce, orgány místní správy či veřejného sektoru. Centrální banka také díky této funkci pokladně plní státní rozpočet, spravuje státní dluh a podmíněně poskytuje úvěry státnímu rozpočtu. Přímé úvěrování je ze zákona zakázáno (Revenda, 2011).

2 Teoretické přístupy k měnové politice

V této kapitole práce shrnuje teoretické přístupy k měnové politice. Věnuje se přístupům od neoklasické školy až k novému konsensu.

2.1 Neoklasická škola

Mezi hlavní představitele neoklasické školy patří americký ekonom Irving Fisher či švédský ekonom Knut Wicksell. Centrální banka by měla dle jejich názoru hlavně usilovat o cenovou stabilitu. Fisher se ve své knize Kupní síla peněz (1911) zaměřil na kontrolu peněžní báze prostřednictvím operací na volném trhu. Jednoduchá identita založená na faktu, že každá transakce probíhá mezi kupujícím a prodávajícím, tedy že každý nákup je zároveň i prodejem, vedla Fishera k formulaci jeho slavné rovnice směny, která zní $MV= PT$[2]. Fisher dospěl k hypotéze, že peníze jsou v dlouhém období neutrální, protože se cenová hladina mění stejně jako se mění množství peněz v oběhu. Fisher ale na peníze nahlížel jako na oběživo, nikoliv jako na jedno z mnoha aktiv (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Knut Wicksell ve své knize Úrok a ceny (1898) pojednává o stabilizátoru cenové hladiny jako o úrokové míře. Wicksell úrokovou míru rozlišuje na peněžní, resp. tržní a normální, resp. přirozenou. Přirozenou úrokovou míru Wicksell definuje jako *„úrokovou míru, která by byla určenou poptávkou a nabídkou, kdyby nebyly používány peníze a veškeré půjčování by bylo formou reálných kapitálových statků“* (Wicksell, 1965, s. 102). Tato definice však nevyhovovala předmětu jeho dalšího zájmu, a tak přišel s definicí normální úrokové míry, při které je poptávka po novém kapitálu pokryta přesnými úsporami. Za podmínek rovnováhy dochází k závěru, že se tyto dvě úrokové míry rovnají.

Dále Wicksell formuloval monetární teorii cyklu. Podle ní je příčina cyklu v odchylkách peněžní úrokové míry od přirozené úrokové míry. Tyto odchylky způsobovaly změny množství peněz v oběhu. Centrální banka by měla stabilizovat

[2] M=objem peněz v oběhu, V=rychlost peněz, P=cenová hladina, T=objem transakcí

cenovou hladinu měnověpolitickým opatřením, které vyrovná tyto dvě úrokové míry. Avšak určení výše normální úrokové míry je obtížné a nelze předvídat její změny.

2.2 Rakouská škola

Rakouská škola se začala formovat na konci 19. století a mezi její představitele patřil mimo jiné i Ludwig von Mises a Friedrich A. von Hayek, který byl Misesův žák. Oproti svým předchůdcům však byli zastánci svobodného bankovnictví, tedy aby peněžní systém fungoval efektivně, centrální banka není za potřebí. Ta je dle jejich myšlenek nežádoucí, nepotřebná a funguje jako administrativní monopol, který má na svědomí deformaci trhu skrze ovlivňování měnové báze a úrokových sazeb. Rakouští ekonomové však nejsou jednotní v návrzích reforem na nápravu peněžního systému. Shodují se však na odstranění monopolu v podobě centrální banky (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Ludwig von Mises ve své knize Teorie peněz a oběživa (1912) popsal teorii monetárního cyklu. Ta je velmi podobná jako teorie monetárního cyklu od Wicksella, ale Mises nesouhlasí s názorem, že centrální banka může monetární cyklus ovlivnit vhodnou politikou. Naopak nabyl názoru, že právě centrální banka svojí monetární politikou monetární cyklus tvoří. Mises mimo jiné odmítá také neutralitu peněz a tvrdí, že změny cen mají za následek změny rozdělení důchodů (Holman a kol., 2005).

V rámci rakouských ekonomů patří F. A. von Hayek mezi ty, kteří teorii monetárních hospodářských cyklů rozpracovali nejpodrobněji. Hayek navazuje na teorii Knuta Wicksella a rozvíjí jí o rakouskou teorii kapitálu. Monetární teorii hospodářských cyklů popisuje v knize Peněžní teorie a hospodářský cyklus (1928) a v knize Ceny a Produkce (1931). V jeho teorii vychýlení rovnovážné úrovně úrokové míry způsobuje krátkodobou změnu v produkci, která díky změně úrokové míry neefektivně využívá zdrojů. Investice, které jsou založené na expanzi bankovních úvěrů, díky změně úrokové míry, mohou vést k chybným rozhodnutím a chybným investicím. Chybné investice jsou podle Hayeka takové investice, kdy podnikatelské subjekty investovali pod vlivem krátkodobé nízké úrokové míry do kapitálově náročnější produkce. Jelikož je nízká úroková míra pouze krátkodobá, není jednoduché již investovaný kapitál odbourat, což vede ke zvýšení nezaměstnanosti (Holman a kol., 2005).

V roce 1976 ve svém díle Denacionalizace peněz Hayek předkládá návrh, aby byl zrušen vládní monopol kontroly peněz, jelikož tato kontrola podle Hayeka vede k neefektivnímu hospodářství. Hayek požaduje, aby se soukromý sektor postaral o nabídku peněz (Hayek, 1999).

Hayek prosazuje teorém neutrality peněz, jelikož peníze neovlivňují relativní ceny ani úrokovou míru. Ve své práci „Implikace rakouské teorie cyklu pro strategie cílování inflace“ Kvasnička (2007) tvrdí, že rakouská škola režim cílování inflace považuje oproti neoklasické měnové politice za zlepšení. Ideální cílování by podle rakouské školy znamenalo cílit na nulovou inflaci, potažmo na mírnou deflaci. Pro ideální stav a vyrovnání přirozené a skutečné úrokové míry by měla ekonomika upustit od jakékoliv měnové politiky a změnit institucionální prostředí.

2.3 Keynesiánství

Keynesiánská měnová teorie stavěla především na učení ekonoma Johna Maynarda Keynese. Po propuknutí Velké deprese v letech 1929 – 1933 se stalo jeho učení velmi populární, protože Velká deprese otřásla důvěrou v neoklasickou ekonomii a znamenala impuls pro zpochybňování samoregulační schopnost trhů. Keynesovo dílo Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz (1936) se stalo velmi oblíbené, takřka revoluční. Keynes ve svém díle dochází k závěru, že kapitalistická ekonomika 20. století je neúspěšná z důvodu nedostatečné poptávky. Tvrdí, že ekonomika není schopna využít všechny dostupné zdroje, tudíž by stát měl tyto distorze svými intervenčními zásahy napravovat. Pokud bude centrální banka zvyšovat nabídku peněz, povede to za jinak stejných okolností ke snížení úrokové míry. To bude mít za následek zvýšení poptávky po penězích, které ovlivní rychlost peněžního obratu. Avšak predikovatelnost ovlivňování reálných ekonomických procesů měnovou politikou vedla Keyenese spíše k tomu, aby centrální banka svojí politikou udržovala stabilitu tržní ekonomiky tím, že bude udržovat úrokové sazby na nízké úrovni, čímž by vyrovnala rozdíly mezi investicemi a úsporami (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Keynes svojí teorií zpochybňoval „neviditelnou ruku trhu“, kterou zavedl ekonom Adam Smith a řešení viděl ve státní hospodářské politice. Domníval se, že vhodnou měnovou a fiskální politikou dokáže stát ovlivnit nabídku peněz v ekonomice. Pokud se nabídka peněz v ekonomice zvýší, bude to mít za následek pokles úrokové

míry a zvýšení investic. Tím by se měla zvýšit poptávka, zaměstnanost a důchod. Keynes obhajuje zásahy a investice státu i za cenu vládního deficitu, ale pouze v případě, že se ekonomika nachází v hospodářské krizi či recesi. Naopak v expanzi by fiskální politika státu měla být restriktivní a vytvářením přebytku státního rozpočtu by měla v pozdějším případě recese krýt deficity.

Keynesova teorie se neshledala pouze s úspěchem, ale byla kritizována významnými ekonomy. Jak již bylo zmíněno výše, byl jím F. A. von Hayek, významným kritikem Keynesovy ekonomie byl také Milton Friedman.

2.4 Neokeynesiánství

Neokeynesiánský směr se charakterizuje spojením keynesovské makroekonomie s neoklasickou mikroekonomií. Mezi hlavní představitele neoklasické syntézy, která zastupuje významnou část interpretace Keynesovské ekonomie, patří především J. R. Hicks a A. H. Hansen. Tito autoři nesou zásluhu především za zformalizaci amerického keynesovství, byly zdůrazňovány více reálné veličiny a vztahy mezi nimi.

J. R. Hicks přišel s modelem SI – LL a poté ho upravil A. H. Hansen na jeho známější podobu - model IS-LM a to ve své práci Průvodce ke Keynesovi (Koderová, Sojka a Havel, 2008). Na rozdíl od Hickse se snaží interpretovat svojí teorii jako teorii úroku. Model IS-LM představuje model křivek, jejichž spojení, vyjadřující takovou úroveň důchodu a úrokové míry, umožňuje nalézt rovnováhu současně na trhu statků a na trhu peněz. Na modelu IS – LM lze ukázat účinnost měnové a fiskální politiky. V případě horizontální křivky LM je poptávka po penězích maximálně citlivá na úrokovou míru. V této pasti likvidity je monetární politika zcela neúčinná. V opačném případě, kdy je křivka LM vertikální, změna úrokové míry nepůsobí na změnu poptávky po penězích. V tomto případě je monetární politika zcela účinná.

2.5 Monetarismus

Monetarismus se začal formovat v 50. letech 20. století. Hlavním představitelem monetarismu, resp. Freidmanovského monetarismu, byl Milton Friedman, který byl americkým ekonomem v prostředí Chicagské školy v 70. letech. Jak je zmíněno v odstavci výše, tak byl Milton Friedman jedním z hlavních kritiků ekonomie

J. M. Keynese. Hlavním rozkolem mezi Keynesem a monetarismem bylo vnímání monetární politiky. Keynes poukazoval na slabé účinky této politiky na důchod a poptávku, naopak monetaristé se snažili dokázat, že monetární politika může mít intenzivní účinky na vývoj poptávky a důchodu. Friedman považoval vliv fiskální politiky na důchod za přechodný a krátkodobý a upozorňoval na to, že se změna promítne ve zvýšení inflace. Upozorňoval také na efekt časového zpoždění, kdy opatření proti nežádoucímu vývoji mohou působit ve zpoždění, kdy se ekonomika nachází již v jiné situaci (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Dalším sporem v ekonomické teorii těchto dvou proudů bylo Keynesovo prosazování politiky udržování nízkých úrokových sazeb, kdežto Friedman obhajoval kvantitativní teorii peněz. Friedman tvrdil, že ovlivňování úrokových sazeb způsobuje i ovlivňování nabídky peněz, což poté vede k vychýlení ekonomiky ze svého potenciálu, což se projevuje inflací.

V oblasti hospodářské politiky se po nástupu Miltona Friedmana a monetarismu projevily výrazné změny. V rámci této politiky požadoval M. Friedman co nejmenší statní zásahy. Podobně jako již předtím Adam Smith, monetaristé chtěli snížit vliv státu v hospodářském životě na minimum. Stavěli na myšlence svobody jednotlivce a také na zodpovědnosti každého jednotlivce sám za sebe. V rámci těchto liberálních myšlenek by snížením vlivu státu na ekonomiku měla růst svoboda společnosti a tím by se zvyšovala svoboda každého jednotlivce v ní.

Friedman také odsuzoval aktivistickou hospodářskou politiku, která by měla být zaměřená na zvyšování zaměstnanosti, tlumení výkyvů v hospodářských cyklech apod. Jako problémy aktivistické politiky zdůrazňoval časová zpoždění a efekt vytěsňování, který způsobují vládní výdaje. Friedman tedy zpochybňoval účinnost fiskální politiky a varoval před jejími negativními důsledky. Rozpracoval novou kvantitativní teorii peněz a celkově penězům přisuzoval ve vyspělých ekonomikách důležité postavení. Jeho doporučení pro hospodářskou politiku platilo v podobě politiky měnové. Avšak varoval také před diskrečními zásahy, které díky časovému zpoždění a jiným faktorům, mohou vést až k destabilizaci ekonomiky. Prosazoval měnovou politiku pevně stanovených pravidel, při kterých je měnová politika nejúčinnější.

Friedman si byl vědom toho, že se změny množství peněz do ekonomiky promítají skrze řadu kanálů a nelze spolehlivě předpovídat jejich účinky. Doporučoval tedy, aby centrální banka při své měnové politice využívala pravidlo stálého mírného růstu množství peněz, které by mělo být předem oznámeno veřejnosti a odpovídalo by předpokládanému tempu růstu nominálního HDP. Toto pravidlo vzešlo v označení monetaristický transmisní mechanismus, tedy jedná se o cílování peněžní zásoby. Monetaristé upřednostňují využívání nepřímých tržních nástrojů, jako jsou například operace na volném trhu a odmítají využití nástrojů přímých, tedy administrativních (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

2.6 Škola racionálního očekávání

V období mezi 70. a 80. léty 20. století byla populární škola racionálního očekávání neboli tzv. Nová klasická ekonomie. Jedním z hlavních ekonomů této školy byl Robert E. Lucas. Jeho přínos byl především v aplikaci hypotézy racionálního očekávání. Lucas v návaznosti na Friedmana a jeho hypotézu adaptivního očekávání uvádí, že ekonomické subjekty netvoří svá očekávání pouze na základě zkušeností minulých období, ale berou v potaz veškeré informace, které mají dostupné. Na základě hypotézy racionálního očekávání Lucas doporučuje politiku stabilních pravidel. Pokud bude hospodářská politika stabilní a pro ekonomické subjekty plně srozumitelná a předvídatelná, tak se stane ekonomika důvěryhodnější a lépe fungující. Naopak politika, která se bude řídit nárazovými pravidly a bude nepředvídatelná, způsobí v ekonomice chaos. Nová klasická ekonomie tedy upřednostňuje v hospodářské politice dlouhodobá pravidla.

V rámci nové klasické ekonomie Edward Prescott a Finn Kydland zpracovali teorii reálného hospodářského cyklu, vycházející z hypotézy racionálního očekávání. V rámci monetárního cyklu vidí problémy na straně nabídky, jelikož při rychlém růstu technologického pokroku produktivita roste rychleji a naopak. Tato nárazová zpomalení a zrychlení mohou v ekonomice vyvolat nabídkové šoky, proto zde není prostor pro hospodářskou makroekonomickou stabilizační politiku (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Nová klasická makroekonomie významně zapůsobila na vývoj centrálních bank v rámci požadavku jejich nezávislosti. Lucas interpretoval Phillipsovu křivku takovým

způsobem, ze kterého vyplývalo, že substituční vztah mezi nezaměstnaností a inflací neexistuje. Tento vztah se vyskytuje u překvapených ekonomických subjektů, kteří při diskreční politice vytváří nesprávná racionální očekávání, která vedou k neefektivnímu využití ekonomických zdrojů. Toto podporuje i argument problému časové nekonzistentnosti, který se projevuje při diskreční hospodářské politice, se kterým přišli Prescott a Kydland (1977). Centrální banka by tak měla být nezávislá a hospodářská politika by měla být co nejtransparentnější. V rámci měnové politiky tedy hovoříme o jednoduchém pravidle, které je ekonomickým subjektům srozumitelné a nepodléhá politickým vlivům.

2.7 Postkeynesiánství

Tento ekonomický směr vycházel z učení J. M. Keynese a jeho představitelé usilovali o rozvinutí keynesiánské revoluce do formy nového paradigma. Významným představiteli tohoto směru byli Nicholas Kaldor či Joan Robinson. Postkeynesiánská teorie tvrdí, že centrální banka není schopna množství peněz ovlivnit přímo, ale může ho ovlivnit nepřímo přes diskontní sazby. Také prosazovali aktivní zásahy státu do ekonomiky a kooperaci centrální banky s vládou. Dále by centrální banka měla vykonávat dozor nad bankovním systémem a měla by zastávat funkci regulátora. Pomocí měnověpolitických nástrojů by měla centrální banka usilovat o finanční stabilitu.

Monetární politika se u postkeynesiánských ekonomů často velmi liší, shodují se na aktivních zásazích státu do ekonomiky a na regulování efektivní poptávky. Uznávají, že pokud stát svými zásahy bude stimulovat poptávku, může to způsobit inflační šoky. Jelikož jsou tyto tlaky spojené i s úlohou odborů, postkeynesiánci doporučují jako vhodný nástroj pro potlačovaní těchto tlaků důchodovou politiku (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Podle poskeynesiánských ekonomů měnová politika je daleko více, než se o ní v mainstreamové ekonomii pojednává. Tato politika by měla sloužit pro stabilizaci finančního sektoru a podporovat hospodářskou politiku pro plnou zaměstnanost. Součástí monetární politiky by také měla být regulace bankovního sektoru a dozor nad ním. Monetární politika je chápána jako komplexní intervence do procesů endogenní tvorby peněz. V postkeynesiánské teorii je důležité zajišťování stabilizační funkce,

kterou by měla centrální banka zajišťovat nástrojem důvěry ve finanční systém a předejít spekulačnímu chování. Centrální banka v pohledu a teorii tohoto směru by neměla být bankou nezávislou. Měla by spolupracovat s vládou a svou politiku s ní koordinovat. Jak je již zmíněno výše, boj s inflací by měl být veden důchodovou politikou, nikoliv pouze politikou monetární (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Postkeynesiánci kritizovali cílování inflace. Dle jejich názorů chybí tomuto směru propracovaná teorie v rámci endogenní nabídky peněz a cesty, kterými úroková míra ovlivňuje reálné i nominální ekonomické veličiny. Negativně kritizují i důsledky cílování inflace na vývoj reálné ekonomiky. Důsledkem je omezení či stagnace ekonomického růstu a zvyšující se míra nezaměstnanosti, jež uvádí ve svém článku Paul Dalziel (1999).

Pokud je monetární politika zaměřena příliš na antiinflační politiku, která je založena na cílování inflace, povede to podle postkeynesiánců ke snížení agregátní poptávky a to především na ty složky, které jsou citlivé na úrokové míry. Postkeynesiánci tvrdí, že neplatí neutralita peněz v dlouhém období a to způsobuje podvázání hospodářského růstu. Cílování inflace tedy způsobí v dlouhém období nižší potenciální produkt, než by mohl být při vyšší míře inflace (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Dle Kodorové a spol. někteří ekonomové postkeysiánského směru, jako jsou A. Palacio-Vera, G. Fontana, T. Palley aj., přesto přijímají cílování inflace jako vhodný směr monetární politiky. Požadují však, aby se cílování doplnilo o oblasti hospodářského růstu a zaměstnanosti, které by při stanovování inflačního cíle měly hrát významnou roli.

2.8 Nová keynesiánská teorie

Nová keynesovská ekonomie staví na teoretickém základu klasické mikroekonomie a keynesiánské makroekonomie. Představiteli tohoto směru jsou například Arthur Okun, David Romer, či Gregory Mankiw. Noví keynesiánci zastávají názor, že by hlavním cílem monetární politiky mělo být udržení nízké míry inflace, tedy uplatňovat režim cílování inflace. Prosazují také nezávislost centrální banky na

vládě a doporučují, aby centrální banka byla transparentní a důvěryhodná instituce, která prognózuje inflaci.

Neúspěch monetární politiky, která byla založena na friedmanovském monetarismu, který se prakticky projevil během 80. let 20. století způsobil hledání nového směru teoretického zdůvodnění monetární politiky. Postupně se začala vyvíjet politika založena na inflačním cílování. Vytvořil se tak „nový konsensus“ v měnové politice a její teorii, který teoreticky režim cílování inflace zdůvodňuje.

Dle nové konsensu by měl být cíl monetární politiky udržení nízké míry inflace. K dosažení tohoto cíle existuje více měnověpolitických režimů. Brian Snowdon a Howard Van (2005) ve své práci „Modern Macroeconomic“ rozdělují 4 monetární režimy. Prvním režimem je cílování měnového kurzu, které probíhalo např. ve Velké Británii v letech 1990 – 1992. Druhým režimem je cílování množství peněžní zásoby, které se uplatňovalo ve Velké Británii v letech 1976 – 1987. Dalším monetárním režimem, který je v současné době využíván bankami, jako je ECB, ČNB, Bank of England apod, je explicitní cílování inflace. Posledním režimem, který uvádí Snowdon a Van, je implicitní cílování inflace, které praktikuje FED od 90. let. Každý tento režim má své kladné i negativní stránky. Nejhorší praktické výsledky měl režim cílování množství peněz v oběhu, který je inspirován monetarismem.

Cílování inflace dle nových keynesiánců vyžaduje plovoucí měnový kurz, který tak vytváří podmínky pro zvýšení účinnosti měnové politiky. Avšak u malých otevřených ekonomik je vývoj měnového kurzu nutno brát zřetelně v potaz při stanovování inflačního cíle. Monetární politika by měla být brána jako hlavní nástroj aktivní hospodářské politiky pro stabilizaci ekonomiky státu a fiskální politika by měla hrát menší roli. Jako rozhodující nástroj měnové politiky by mělo být pravidlo monetární politiky. John B. Taylor (1998) toto pravidlo definoval jako předpis (vyjádřený graficky, numericky či algebraicky), který stanoví, jak se nástroje měnové politiky, jako jsou monetární báze či sazba federálních fondů, mění v reakci na vývoj ekonomických proměnných. Takto definované pravidlo je tedy kompromisem mezi diskreční monetární politikou nové keynesovské ekonomie a monetaristickým rigidním pravidlem. Bernanke a Mishkin však ve své práci z roku 1997 hovoří o cílování inflace jako o rámci měnové politiky, spíše než o pravidle, který lze charakterizovat jako omezené diskreční rozhodování.

Dle nových keynesiánců lze považovat za hlavní nebezpečí deflační vývoj. Proto nesouhlasí s představami, aby byla cílem nulová míra inflace. Inflační cíl by v režimu cílování inflace měl být kladný a to v pásmu 1% - 3%. Kladný inflační cíl pomáhá přizpůsobování relativních mezd a cen (Snowdon, Howard, 2005).

Jan Korda ve svém článku „Komparace nového konsensu jako teoretického rámce cílování inflace s postkeynesovskou ekonomií“ porovnává nový konsensus a cílování inflace s postkeynesovskou ekonomií. Dochází k závěru, že požadavky, které by měly zajistit, aby byly tyto dva směry kompatibilní, jsou natolik odlišené, že je vhodnější oba přístupy označit za odlišené v celkové podobě. Postkeynesovská ekonomie teoretický základ nového konsensu netvoří a lze také shrnout, že cílování inflace nebylo zavedeno do monetární práce centrálních bank vlivem postkeynesovské ekonomie. Nový konsensus a cílování inflace však s postkeynesiánci sdílí určité styčné body, které byly přijaty implicitně. Nejvýznamějším kompatibilním prvkem mezi těmito dvěma směry je endogenita peněz (Korda, 2008).

3 Měnová politika

Dle Šenkýřové a kol. (2010, s. 75) lze měnovou politiku charakterizovat *„jako vědomou činnost, jejímž cílem je zabezpečit stabilitu měny regulováním množství peněz v oběhu využíváním měnových nástrojů“*. J. Jílek (2004, s. 375) však měnovou politiku definuje trochu jinak *„Měnová politika je regulace operačního cíle (obvykle tržní krátkodobé úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability vyjádřené určitou inflací“*. Obě tyto definice vyjadřují měnovou politiku z jiného úhlu. Z. Revenda (2011, s. 79) ve své knize uvádí obecnější definici *„Za měnovou politiku v nejširším pojetí můžeme považovat vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů“*.

Hlavním cílem pro centrální banku v její nejvíce ovlivňující funkci měnové politiky je udržování měnové stability, což znamená udržovat stabilitu cenové hladiny. V tržní ekonomice je této situace dosaženo při rovnosti peněžního trhu. Regulovat množství peněz v ekonomice vychází tedy z jednoduché rovnice Ms = Md[3]. Tato tzv. měnová rovnováha znamená rovnost nabídky peněz a poptávky po penězích. Dalšími cíli měnové politiky mohou být podpora růstu HDP, podpora zaměstnanosti apod.

V rámci této kapitoly bude práce popisovat režimy měnové politiky. ČNB za dobu svého působení na ekonomiku českého státu využívala více než jeden z těchto režimu, ale od roku 1998 až do současnosti využívá režim cílování inflaci. Z tohoto důvodu je mu v práci věnováno nejvíce pozornosti.

3.1 Režimy měnové politiky

Centrální banka provádí měnovou politiku v rámci některého z měnověpolitických režimů. Ten napomáhá určit směr při rozhodování o struktuře měnové politiky. Základná režimy jsou režim s implicitní nominální kotvou, cílování peněžní zásoby, cílování měnového kurzu a cílování inflace.

Centrální banka má základní cíl určený zákonem a to udržovat cenovou stabilitu. Tento cíl se snaží dodržovat prostřednictvím režimu měnové politiky, který se v dané

[3] Ms vyjadřuje nabídku peněz. Md z druhé strany jejich poptávku.

ekonomice jeví jako nejideálnější varianta. V podstatě jsou čtyři základní režimy – režim s implicitní nominální kotvou, režim cílování měnové zásoby, režim cílování měnového kurzu a režim cílování inflace. Nejvíce rozšířeným režimem v dnešní době je cílování inflace, které využívá i Česká národní banka. Režim cílování inflace využívá mechanismus měnové politiky tak, že cílí přímo na svůj konečný cíl. V režimech cílování měnového kurzu a peněžní zásoby centrální banka využívá zprostředkující cíl k tomu, aby dosáhla svého konečného cíle.

3.1.1 Režim s implicitní nominální kotvou

Při režimu s implicitní nominální kotvou měnová politika spočívá v cílování určité veličiny, která byla přijata interně v rámci centrální banky, aniž by byla explicitně vyhlášena veřejnosti. Tato cílovaná veličina může být peněžní agregát, úroková sazba, úvěrový agregát apod. Podstatou tohoto režimu je, že cílovaná veličina není veřejně známa (Černohorský, Teplý, 2011). Předpoklad pro správné fungování tohoto režimu je vysoká míra důvěryhodnosti centrální banky [4].

3.1.2 Režim cílování peněžní zásoby

Režim cílování peněžní zásoby v letech 70. a 80. představoval klasickou variantu, kterou centrální banky volili pro svojí měnovou politku. Byla to zejména Friedmanova reformulace kvantitativní teorie peněz, na kterou cílování peněžní zásoby koncepčně navazuje. Sám Friedman, který vždy prosazoval cílování peněžní zásoby jako nástroj pro stabilizaci ekonomiky, uznal v článku pro Financial Times „Lunch with FT – Milton Friedman“ (publikovaném 7. června 2003), že „používání cílování peněžní zásoby nebylo úspěšné“.

Centrální banka kontroluje měnovou bázi, což znamená hotovostní oběživo a rezervy bank, a od ní se odvíjí výše cíleného měnového agregátu, jehož prostřednictvím centrální banka dosahuje svého cíle stabilizace cenové hladiny. Cílení peněžní zásoby znamenalo posun měnové politiky k přijetí měnověpolitického pravidla, kterým je dle monetaristického pojetí stabilní růst peněžní zásoby (Koderová, Sojka a Havel, 2008).

Otázka v rámci cílování peněžní zásoby zní, jaký peněžní agregát má centrální banka zvolit pro svoji politiku. Problém se vyskytuje v dostatečné schopnosti řídit

[4] Jaké jsou režimy měnové politiky? *Česká národní banka* [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

vybraný peněžní agregát. Ze zkušeností vyplývá, že čím širší peněžní agregát centrální banka zvolí, tím je zřetelnější vztah, který mají k inflačnímu cíli, ale tím nižší je zvládnutelnost peněžního agregátu centrální bankou (Jílek, 2004).

Řízení monetární politiky skrze cílení peněžní zásoby je vhodné do prostředí, kde se vyskytuje stabilní, predikovatelná a spolehlivá vazba mezi zprostředkujícím a konečným cílem, tedy mezi peněžním agregátem a inflací. Ke konci 80. let většina centrální bank opustilo úzké zaměření na cílení měnových agregátů. Měnové agregáty se po čase staly čím dál více nestabilní a jejich korelace s inflací se stále zmenšovala. Tuto situaci zřejmě nejlépe vystihl guvernér Bank of Canada Gerald Bouey v roce 1973 – „My jsme neopustili M1, M1 opustil nás“.

3.1.3 Cílování měnového kurzu

Režim cílování měnového kurzu v podstatě zaměřuje měnovou politiku centrální banky na stabilitu nominálního měnového kurzu skrze zvolenou zahraniční měnovou jednotku, tzv. kotevní měnu. V důsledku tento režim znamená, že monetární politika je veskrze podřízena k udržovaní daného kurzu vůči dané zahraniční měně. Tím však monetární politika ztrácí svoji autonomii, možnost ovlivnit peněžní zásobu v zemi, či výši úrokových sazeb. Centrální banka zde uplatňuje devizové rezervy, jimiž konstantně koriguje nominální měnový kurzu tak, aby se pohyboval ve zvoleném pásmu.

Teoretické základy pro fixní měnový kurz tvoří relativní verze teorie o paritě kupní síly a zákon jedné ceny, který formuloval David Ricardo (1956). Pokud abstrahujeme obchodní bariéry a transakční náklady, tak by podle zákone o jedné ceně měly v dokonalé konkurenci být ceny jednoho zboží shodné v domácí i zahraniční měně po kurzovém přepočtení. V rámci zákona o jedné ceně z relativní verze teorie parity kupní síly vyplývá, že rozdíl ve změnách zahraniční a domácí cenové hladiny udává vývoj nominálního kurzu dané měny. Pokud se daná kauzalita obrátí a zafixuje se měnový kurz k dané hodnotě, tak se stává domácí cenová hladina závislou na zahraniční cenové hladině. Právě tato závislost je předmětem režimu cílování měnového kurzu.

Snaha při aplikování tohoto režimu bývá obvykle dovážet nízkou inflaci ze země, ke které je zakotven měnový kurz. Udržení závazku fixního kurzu však vyžaduje dostatečnou výši devizových rezerv, udržení konkurenceschopnosti a celkovou stabilitu země v rámci politické stability, její důvěryhodnosti a stabilitu legislativního rámce (Jílek, 2004).

Výhodou tohoto režimu je relativní srozumitelnost fixní měnové kotvy pro širší veřejnost. Tento režim by měl přinášet i lepší politickou a ekonomickou integraci. V rámci dnešních ekonomik lze tento měnověpolitický režim spatřit nejvíce rozšířený v rámci Evropské unie, resp. v rámci Evropské měnové unie. V rámci ERM II jsou měnové kurzy zemí, které mají vlastní měnu a nemají zavedeno euro, fixované vůči euru a je jim dovoleno fluktuovat pouze v daných limitech.[5]

Nevýhodou tohoto režimu je ztráta či oslabení autonomie měnové politiky. Domácí úrokové míry jsou nastaveny v souladu s úrokovými mírami země, ke které je zakotven měnový kurz. To způsobuje sníženou možnost reagovat domácími úrokovými mírami na poptávkové či nabídkové šoky.

3.1.4 Cílování inflace

Jak je popsáno v kapitole výše, J. B. Taylor definoval pravidlo monetární politiky jako předpis (vyjádřený graficky, numericky či algebraicky), který stanoví, jak se nástroje měnové politiky, jako jsou monetární báze či sazba federálních fondů, mění v reakci na vývoj ekonomických proměnných (Taylor, 1998). Toto měnové pravidlo nalezneme u režimu cílování měnového kurzu a také u cílování peněžní zásoby. Režim cílování inflace však takovéto pevné pravidlo postrádá (Hrnčíř, 2010). Charakteristické rysy pro cílování inflace, kterými jsou zajisté časová zpoždění mezi nástroji měnové politiky, kterými jsou úrokové sazby a mezi cílovanou veličinou, kterou je míra inflace. Jelikož do rozhodovacího procesu se vnáší velké množství a široká škála dat a informací, uplatnění pevného pravidla se v podstatě dá vyloučit.

Nejednoznačnost zprostředkujícího cíle vnáší do rozhodování o cestě k danému cíli možnosti diskrecí. Je však nesporné, že cílování inflace do měnové politiky a rozhodování centrálních bank vnáší řád. Závislost nastavení a změn v úrokových sazbách záleží na makroekonomických prognóz a převážně na inflační prognóze. Komunikací měnové politiky, explicitním stanovením inflačního cíle, publikací dané inflační prognózy a dalších dílčích aktivit rozhodovaní centrálních bankéřů limituje. Bernanke a Mishkin ve své publikaci cílování inflace nazývají režimem „omezené diskrece“ (Bernanke, Mishkin, 1997).

Režim cílování inflace jako způsob řízení měnové politiky se zaměřuje přímo na plnění hlavního cíle, kterým je cenová stabilita. Na rozdíl od ostatních režimů k tomu

[5] What is ERM II? European Commission [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm

nevyužívá zprostředkujících cílů v podobě jiných ekonomických veličin. Jílek tento režim definuje jako *„Cílování inflace je režim měnové politiky, kdy inflaci jako konečný cíl se centrální banka snaží docílit přímo prostřednictvím operačního cíle či posloupnosti cílů, a nikoli pouze prostřednictvím zprostředkujících cílů.“* (Jílek, 2004, s. 449). Inflační cíl je veřejně vyhlášen v jasných bodových hodnotách či v pásmu pro inflaci spotřebitelských cen. Centrální banka se poté snaží dosáhnout inflace, která je v blízkosti tohoto cíle.[6]

Cílování inflace má své specifické charakteristické vlastnosti. Patří k nim mimo jiné výslovné stanovení kvantitativného inflačního cíle. Tento veřejný závazek zavazuje centrální banku, aby orientovala měnovou politiku na dosažení tohoto cíle. V rámci ustanovení inflačního cíle je konkretizován také jeho časový horizont platnosti. Upřednostňován je střednědobý horizont, který by měl předcházet negativním dopadům, pokud monetární politika začne usilovat o korekci odchylky inflace od inflačního cíle. Zpoždění mezi opatřeními, které centrální banka provádí, a mezi jejími reálnými dopady na inflaci dosahuje průměrně rozmezí jednoho až dvou let (konkrétně 12 – 18 měsíců).[7]

Další důležitou částí cílování inflace je inflační prognóza, která při rozhodování o měnové politice hraje nejvíce relevantní roli. Měnověpolitické rozhodování se provádí systematicky na základě inflační prognózy a postup při cílování inflace se označuje za tzv. „vpřed-hledící“ (forward looking). Centrální banka považuje současnou míru inflace za „minulost“ a postrádá smysl na ní reagovat z důsledku časových zpoždění opatření monetární politiky (Revenda, 2011).

Potažmo nejdůležitější vlastností při aplikaci režimu cílování inflace je důvěryhodnost a transparentnost centrální banky. Vysoká transparentnost pomáhá ovlivňovat chování ekonomických subjektů směrem ke stanovenému inflačnímu cíli a snižuje nejistotu o stavu měnové politiky. Z druhé strany zvýšená komunikace centrální banky s veřejností zvyšuje veřejnou kontrolu nad rozhodováním o měnové politice a vlastní prognózy inflace tak formují inflační očekávání ekonomických subjektů (viz např. Brash, 1999 či Bernanke, Mishkin, 1997). Pokud centrální banka svůj závazek měnové politiky podá veřejnosti srozumitelně ve formě inflačního cíle (tedy bodu inflační míry, čí oscilačního pásma), tak tím významně ovlivní očekávání ekonomických subjektů a tím snižuje riziko finančních nákladů, napomáhá lepší alokaci

[6] 10 let cílování inflace 1998 - 2007. ČNB [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf
[7] Tamtéž

ekonomických zdrojů a také posiluje investiční činnost. Jelikož je tento režim měnové politiky vpřed-hledící, snižuje tím riziko z pohledu dynamické nekonzistence a navíc se banka nemusí soustředit na boj se současnou inflací, ale soustředí své aktivity na ty činnosti, které může ovlivnit.

Cílení inflace můžeme rozdělit na dva režimy – striktní a flexibilní. Při striktní variantě centrální banka usiluje direktivně o stabilizaci míry inflace kolem inflačního cíle. Při tom však nebere ohled na stabilizaci ostatních makroekonomických veličin. Takto vyhraněné upnutí vyžaduje agresivní expanzivní, resp. restriktivní měnovou politiku, která může vést k destabilizaci reálné ekonomiky. Flexibilní cílování inflace znamená, že centrální banka v krátkém období je schopna slevit ze svého sledovaného inflačního cíle, a to ve prospěch stabilizace ostatních veličin (Kvasnička, 2000). Ekonom F. Mishkin (1997) v tomto přístupu spatřuje možnost utlumení vnějších šoků, které působí na ekonomiku a prostředek ke krátkodobé stabilizaci produktu a zaměstnanosti. Flexibilní cílování v ekonomické praxi je dosahováno tím, že z cílovaného inflačního indexu se vyloučí ceny, které výrazně závisí na sezónních výkyvech a vnějších šocích a také ceny, které jsou závislé na úrokových mírách. Inflační cíl centrální banka definuje spíše jako pásmo, než bodovou hodnotu (Kvasnička, 2000).

Jedním z dalších důležitých aspektů při cílování inflace je nezávislost centrální banky. Pokud centrální banka je nezávislá, chrání jí tato nezávislost před případným politickým tlakem, který by směřoval k ovlivnění jejího rozhodování na základě aktuálních politických preferencí, které však nemají váhu dlouhodobého strategického rozhodování pro udržování cenové stability.

Z pohledu porovnávání režimů měnové politiky existuje mnoho studií a srovnání. Ve studii nazvané „What to Target? Inflation or Exchange Rate“ čínští ekonomové Shu Lin a Haichun Ye (2012) porovnávají dopady režimů cílování inflace a cílování měnového kurzu na růst produktu a inflaci. Do empirické studie zahrnuli 50 rozvíjejících se zemí, mezi které mimo jiné patří také Česká republika. Časové období jejich empirické studie bylo stanoveno od roku 1990 do roku 2006. V rámci České republiky se zkoumají data do roku 2002 do roku 2006. Po analýze všech 50 zemí docházejí k závěru, že cílování inflace vede prokazatelně k nižší míře inflace, než je tomu u režimu cílování měnového kurzu. Další výsledek jejich studie ukazuje, že nižší míra inflace nezpůsobuje pomalejší ekonomického růstu a zároveň, že dopady cílování inflace i cílování měnového kurzu na ekonomický růst nejsou významně rozdílné.

Cílování inflace má v dnešní době (po více než 20 letech aplikování) řadu odpůrců. V článku „The death of inflation targeting“ (Frankel, 2012) se autor dotýká tématu, které bylo vyvolané po ekonomické krizi, která započala v roce 2008. Tato krize vyvolala debaty ohledně měnové politiky, obzvláště cílování inflace. Cílování inflace jako první zavedla ekonomika Nového Zélandu v březnu 1990. V následujících letech si tento režim adaptovalo stále více centrálních bank, jak v rozvinutých, tak v rozvíjejících se zemích. Frankel uvádí jako největší problém cílování inflace její nedostatečnou možnost reagování na bubliny v tržních aktivech a nevhodné reakce na nabídkové šoky a šoky směnných relací. V článku dochází k závěru, že nástupcem cílování inflace by mělo být cílování nominálního HDP. Argumentuje mimo jiné tím, že monetární politika by měla stabilizovat poptávku, což cílování nominálního HDP umožňuje. V případě nepříznivého nabídkového šoku je rovnocenně rozložen mezi inflaci a reálný HDP. V dlouhém období je výhodou cílování nominálního HDP, že je silnější v ohledu na šoky, než jsou jiné režimy (zlatý standard, cílování peněžní zásoby, cílování měnového kurzu či cílování CPI). Zastánci tohoto režimu v něm vidí cestu pro dosažení měnové expanze.

4 Měnová politika v režimu cílování peněžní zásoby

Oficiální vznik České republiky se váže k datu 1. ledna 1993. Se vznikem České republika vzniká také Česká národní banka jako nástupce Státní banky československé a zaujímá úlohu centrální banky nové republiky. Se vznikem České národní banky bylo potřebné dokončit oddělení od Slovenské republiky v podobě zavedení samostatné české měny. Ta byla již zakotvena v zákonu o ČNB č.6/1993 Sb. v § 13, který říká *„Peněžní jednotkou v České republice je koruna česká, zkratka názvu je „Kč“.“*. V oběhu však stále byly bankovky a mince koruny československé a bylo za potřebí provést měnovou odluku. Dne 2. února byl přijat zákon č. 60/1993 Sb., který uzákonil oddělení měny a nabyl účinnosti dne 8. února 1993. Dle §1 tohoto zákona proběhla měnová odluka okolkováním bankovek československé koruny, které byly vydané Státní bankou československou a byly okolkované kolkem České národní banky. Okolkování proběhlo ve dnech 4. – 7. února 1993 bez problémů a 8. února 1993 byla měna oddělena (Bažantová, 2005).

Inspirace měnovou reformou, kterou provedl Alois Rašín v roce 1919, je na měnové odluce z roku 1993 viditelná, a to díky okolkování bankovek. Rozdílem však je fakt, že v roce 1993 šlo pouze o oddělení měny a ne o celkovou měnovou reformu, kterou byl nucen provést A. Rašín. Měnová odluka a zavedení nové české měny proběhlo nad očekávání dobře. V anketě, kterou ČNB po měnové odluce uspořádala, bylo až 86 % respondentů spokojených s jejím hladkým průběhem. Český scénář pro měnovou odluku se stal dokonce součástí doporučení Mezinárodního měnového fondu (ČNB, 2003). Pomocí těchto výsledků Česká národní banka získala značnou kredibilitu u veřejnosti.

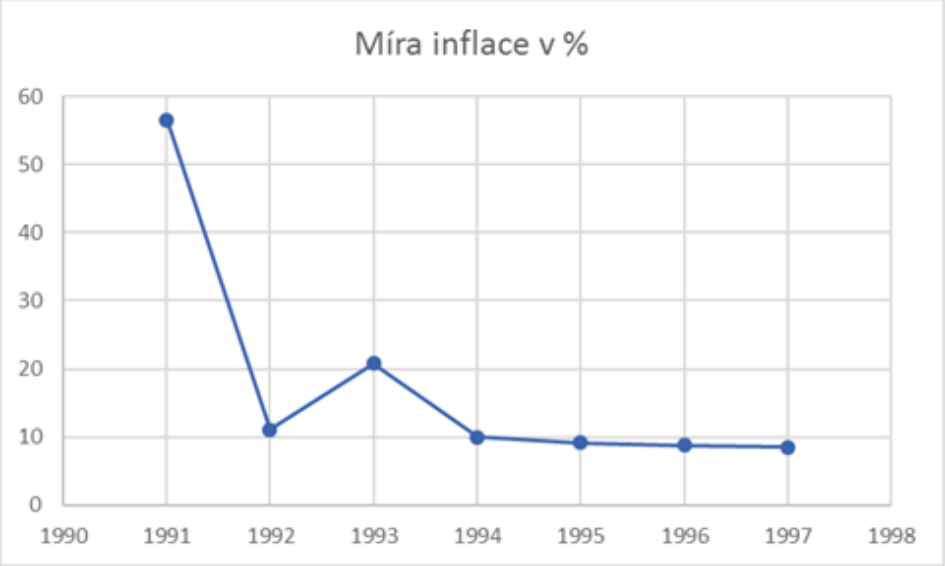
4.1 Vývoj měnové politiky v letech 1993 - 1995

Ekonomická situace v ČR byla v roce 1993 ovlivňována více faktory. Hrubý domácí produkt stagnoval na stejné úrovni, na které se pohyboval rok předešlý. Zde však není pochyb o tom, že takový osud je v prvním roce transformace souzen veškerým ekonomikám, které přecházely na tržní hospodářství a díky tomu doplácely

na dřívější odtržení od dominujících ekonomik vyspělého světa a nedostupnost finančních prostředků a zdrojů, které byly potřebné pro rychlé provedení strukturálních změn.

Liberalizací cen, která proběhla v roce 1991, prožila česká ekonomika inflační impuls, který zvedl inflaci až k necelým 60 %.

Graf 1:Míra inflace v letech 1992-1997



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

V roce 1993 přišel další impuls, kterým bylo zavedení daně z přidané hodnoty[8]. Díky tomuto vlivu se inflace zvýšila na 20,8 %. Janáčková (1996) uvádí, že zavedení DPH zvedlo inflaci v odhadu o 8,5 %. Dle ČNB (2003) by se růst cen bez tohoto vlivu pohyboval přibližně na poloviční úrovni. Tyto faktory se však postupem času z působení na zvyšování cenové hladiny vytrácely.

Strategie měnové politiky ČNB byla založena na dvou pilířích. Prvním pilířem, resp. cílem, který Česká národní banka svojí měnovou politikou sledovala, byl pevný kurz koruny. Tento fixní kurz byl udržován vůči měnovému koši nejdůležitějších 5 měn. Z původního složení tohoto koše ČNB přešla na fixování kurzu vůči americkému dolaru a německé marce, resp. tyto dvě měny výrazně převažovaly v měnovém koši, a to v poměru 35 % USD a 65 % DM (Žídek, 2004). Do roku 1996 se fixní kurz udržoval v úzkém rozpětí ± 0,5 %. Zpočátku transformace a v jejích prvních letech bylo udržování fixního kurzu bezproblémové. Díky devalvaci, která proběhla při

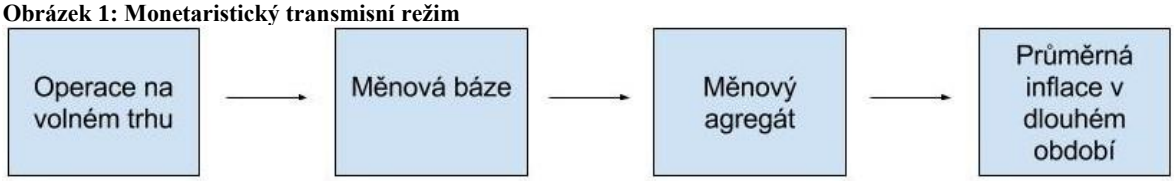
[8] Základní daňová sazba byla nastavena na 23 %

transformaci české ekonomiky, bylo vytvořeno dostatečně měkké prostředí, díky kterému se firmy mohly lépe adaptovat a vyrovnat svou konkurenceschopnost (Klaus, 2003).

Jako druhý strategický směr měnové politiky bylo zvoleno cílování peněžní zásoby. Předpokladem pro tento režim měnové politiky bylo monetaristické tvrzení, že vývoj množství peněz v oběhu udává spolehlivý signál budoucí inflace a centrální banka tak může reagovat s předstihem svými nástroji a opatřeními.

Kritérium pro cílování byl zvolen peněžní agregát M2, který zahrnuje oběživo, vklady na termínovaných účtech a vklady v cizí měně (ČNB, 2003). Monetaristický transmisní režim cílování peněžní zásoby je vyobrazen na obrázku 1.

Obrázek 1: Monetaristický transmisní režim



Zdroj: vlastní zpracování

Nesoulad dvou směrů ubírání se měnové politiky je zjevný. V prvních letech se neprojevoval, ale pokud centrální banka cílí peněžní zásobu a přitom udržuje fixní kurz, prohlubuje tím úrokový diferenciál a příliv zahraničního kapitálů tak působí na výši peněžní zásoby.

Měnová politika v roce 1993 byla nastavena mírně restriktivně, což odpovídalo makroekonomické situace v zemi, kde byla obava o růst cen. Cílem takto nastavené měnové politiky bylo udržet měnový kurz ve fixní kotvě a nedovolit inflaci překročit míru 17 % (Vencovský, 2001). Nástroje používané centrální bankou pro provádění monetární politiky patřily mezi nepřímé[9] – povinné minimální rezervy, operace na volném trhu, diskontní a lombardní sazby a devizové intervence[10].

Z tabulky níže uvedené plyne, že v průběhu roku 1993 ČNB snížila diskontní i lombardní sazbu a sjednotila povinné minimální rezervy bank na 9 % z primárních vkladů na viděnou[11]. Toto snižování umožnilo příznivý měnový vývoj a dodržování linií přijatého programu měnové politiky.

[9] Nástroje, kterými se snaží centrální banka ovlivnit fungování peněžního trhu

[10] *Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank* [online]. Česká národní banka, 2006 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF

[11] Jinak nazvaných také běžné vklady

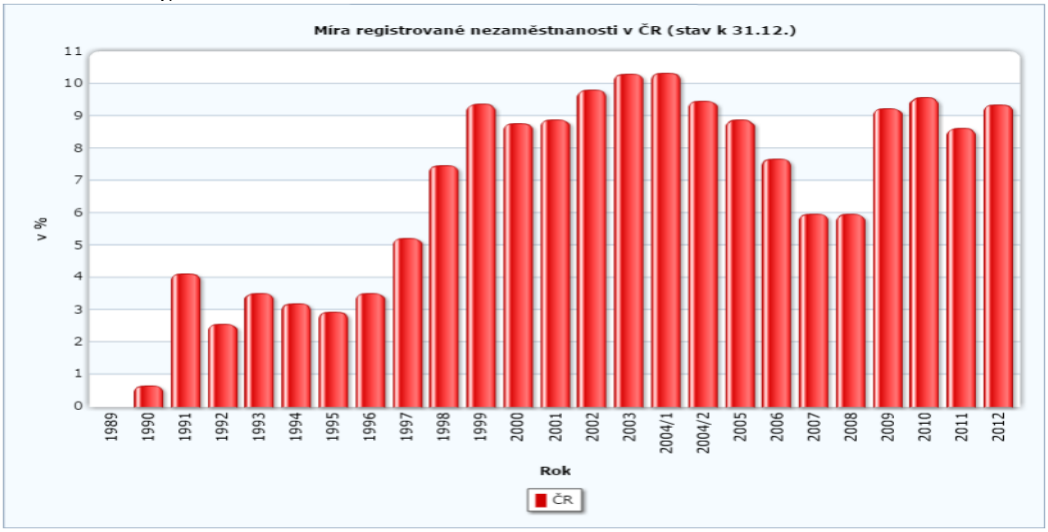
Tabulka 1: Měnově politické nástroje ČNB – změny v roce 1993

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
1.1.	-	9,5	14,0	*)	-
1.2.	-			**)	-
10.6.	-	8,0			-
1.7.	-			***)	-
9.8.	-		12,5		-
17.12.	-		11,5		-
*)	*stav k 1.1.93*	*Pro všechny banky:*	*9 % z primárních vkladů na viděnou*		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
**)	*1.2.1993*	*banky s rozsahem primárních závazků do 25 mld Kč*			
			9 % z primárních vkladů na viděnou		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
		banky s rozsahem primárních závazků nad 25 mld Kč			
			12 % z primárních vkladů na viděnou		
			4 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		
***)	*1.7.1993*	*Pro všechny banky:*	*9 % z primárních vkladů na viděnou*		
			3 % z termínovaných závazků vůči nebankovním klientům		

Zdroj: ČNB

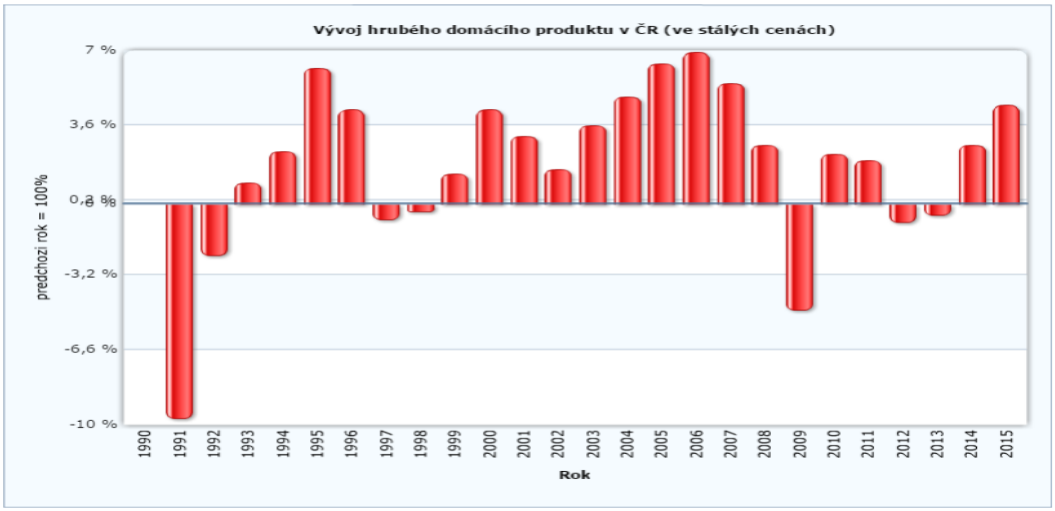
Pozitivní boom ekonomiky byl rozhodně znatelný. Hrubý domácí produkt ročně rostl až o 5 % a míra registrované nezaměstnanosti se udržovala okolo 3 %.

Graf 2: Míra registrované nezaměstnanosti v ČR



Zdroj: ČSÚ

Graf 3:Vývoj HDP v ČR



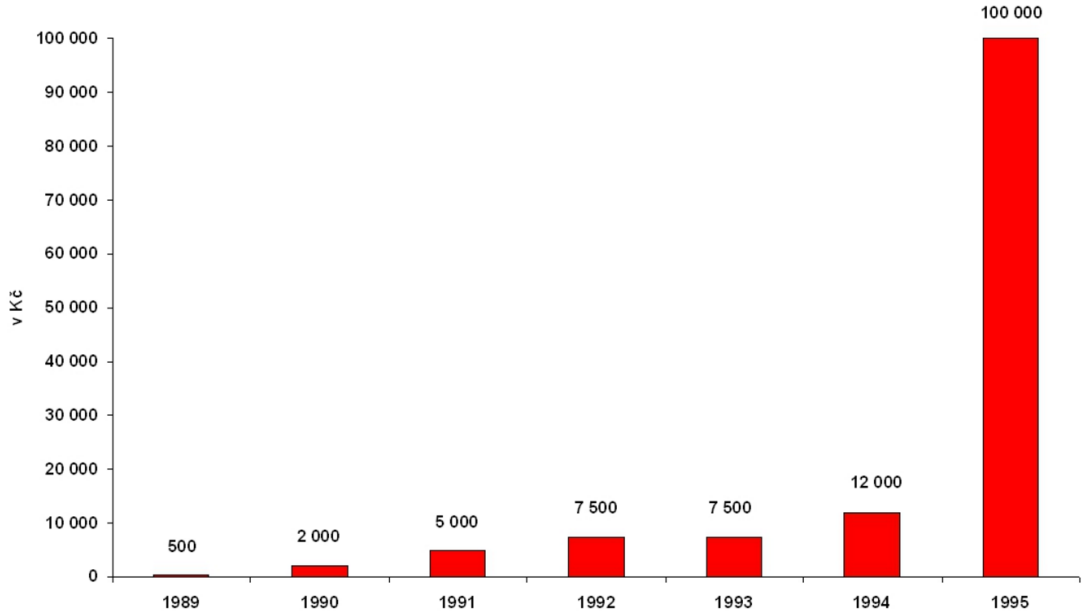
Zdroj: ČSÚ

Inflace se za rok 1994 snížila mírně pod 10 % a na této úrovni se již dále udržovala (viz Graf 1). Česká republika zažívala boom a byla prezentována jako ukázkový příklad úspěšné ekonomiky, která prodělala transformaci a strukturální změny. Tomuto vývoji dopomohl i vstup ČR do OECD[12], jako první z postsocialistických ekonomik.

V téže roce se koruna stala volně směnitelnou. Devizovým zákonem č. 528/1990 Sb. byla zavedena vnitřní směnitelnost koruny, která zahrnovala také prvky směnitelnosti vnější. Tento systém byl z počátku spojen s určitými riziky a devizové rezervy byly na relativně nízké úrovni. Z těchto důvodů byla zavedena určitá omezení, který pomáhala administrativně regulovat poptávku po devizách. Následující graf zobrazuje vývoj ročního limitu nákupu devizových prostředků fyzickými osobami. Jak je z grafu znatelné, v roce 1995 byl limit rapidně zvýšen na 100 tisíc korun.

[12] Organizace pro hospodářskou spolupráci a vývoj – ČR vstoupila 21. prosince 1995

Graf 4: Vývoj ročního limitu pro nákup volných měn rezidenty



Zdroj: ČNB

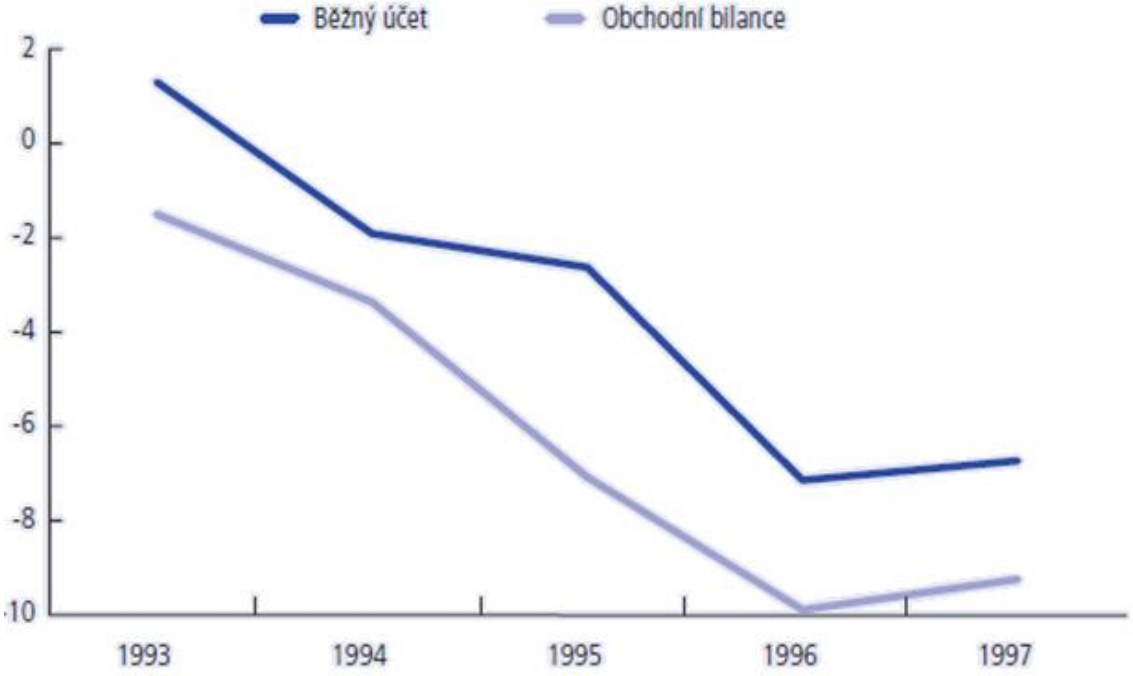
Rostoucí devizové rezervy a ekonomický rozvoj ČR vytvářely podmínky pro zmírňování regulačních omezení. Výsledkem tohoto zmírňování byl zákon č. 219/1995 Sb., který s účinností od 1. října 1995 zavedl vnější směnitelnost české koruny. Tímto krokem se plně zliberalizovaly položky běžného účtu, převážně se jednalo o platby související s pohybem zboží a služeb. Roční limit pro nákup měn byl zrušen a byl umožněn volný odkup české měny od nerezidentů.[13]

To vše se na první pohled zdálo jako ideální růst malé otevřené ekonomiky. Podrobnější pohled však poodhalí slabiny a negativní tendence vývoje. Vysoké přírůstky mezd, které však nebyly z druhé strany podpořeny vyšší produktivitou práce, domácí poptávka předstihla růst HDP a nadměrný příliv zahraničního krátkodobého kapitálu vytvářely nestabilní tlaky. Tyto ukazatele můžeme vyhodnotit jako symptomy přehřívání ekonomiky.

Varující byl značný propad salda obchodní bilance v poměru k HDP. V roce 1993 bylo saldo běžného účtu v kladných hodnotách, avšak od té doby, do roku 1996, začalo klesat.

[13] *Koruna na cestě k volné směnitelnosti.* In: *Historie ČNB* [online]. [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_ceste_ke_standardu_vyspelych_zemi/4_koruna_na_ceste_k_volne_smenitelnosti/

Graf 5: Vývoj salda běžného účtu a obchodní balance v poměru k HDP



Zdroj: ČNB

Příliv zahraničního kapitálu byl skutečně masivní. Aktivní saldo kapitálového účtu v roce 1995 představovalo 223 mld. Kč, což v přepočtu znamenalo 18 % HDP (ČNB, 2003). Zahraniční kapitál a jeho příliv souvisel s financováním schodku běžného účtu, který byl stále větší a větší. Dalším problémem, který byl spjat s přílivem zahraničního kapitálu, byl nedostatek jeho efektivního využití, protože banky, do kterých tento kapitál přicházel, neměly dostatek projektů, kde by se tento kapitál mohl efektivně investovat. Hrozilo zde využití kapitálu ke spotřebě, což by silně působilo jako inflační tlak. Česká národní banka se tedy rozhodla přistoupit na emisi vlastních cenných papírů, díky kterým by mohla sterilizovat nadměrný příliv kapitálu. Banky od ČNB nakoupily dluhopisy v hodnotě 200 mld. Kč (ČNB, 2003).

Přiliv zahraničního kapitálu se také projevil v růstu devizových rezerv ČNB, který se ke konci roku 1995 vyšplhal k hodnotě 373 mld. Kč, což bylo zvýšení devizových rezerv o 197,9 mld. Kč.

Graf 6: Vývoj devizových rezerv ČNB 1993 - 1995



Zdroj: ČNB

V měnové politice se začaly projevovat nedostatky nesplněných parametrů monetaristického konceptu, které ve své práci „Dilema české měnové politiky" popisuje Janáčková (1996):

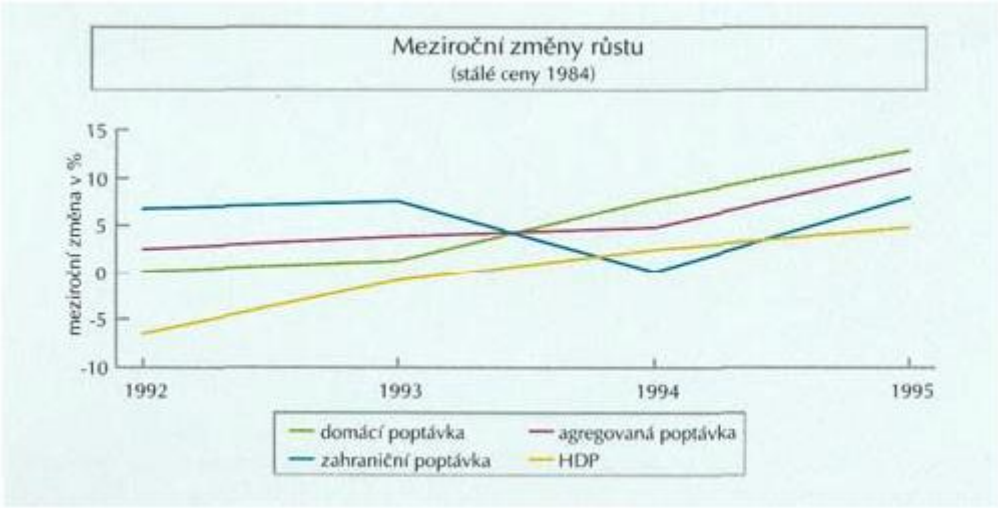
- *Obtížnost odhadu nevyhnutelné míry inflace*
- *Neznalost potenciálního tempa růstu HDP*
- *Nepredikovatelnost rychlosti oběhu peněz*
- *HDP vs. objem transakcí*
- *Volba měnového agregátu*
- *Stabilita multiplikátoru*
- *Neznalost délky zpoždění*

Česká národní banka si stanovila každoročně určité mezicíle, které stanovovala na základě své predikce růstu reálného HDP v nadcházejícím roce. Avšak tento postup není zcela vyhovující, jelikož česká ekonomika procházela transformační recesí a systémovými změnami, z čeho vychází zásadní nedostatek znalosti predikce tempa růstu HDP. V rámci cílování měnového agregátu M2 je také problémem neznalost časového zpoždění, které se projevuje v monetaristickém transmisním mechanismu.

V roce 1995 byla měnová politika České národní banky zaměřena na snižování míry inflace. V ekonomice však působily i proinflační tlaky. Hospodářský růst sílil a byl spojen se zvyšující se domácí poptávkou. V roce 1994 růst agregátní poptávky dosáhl

na 4,8 % a v roce 1995 se zvýšil na 10,9 %. Z grafu lze také vyčíst, že tento růst má na svědomí rychle rostoucí domácí poptávka.

Graf 7: Meziroční změny růstu



Zdroj: ČNB

Dalším faktorem byl zvyšující se příliv zahraničního kapitálu. Proti inflačnímu poklesu dále působil vzestup světových cen surovin, zesílené mzdové požadavky a stále pokračující uvolňování centrálně regulovaných cen.

Cílem měnové politiky pro rok 1995 bylo udržet inflaci v intervalu 9 – 11 %. Růst peněžní zásoby, měřený peněžním agregátem M2, byl odhadován intervalem 14 – 17 %, což se stalo i cílem měnové politiky (ČNB, 1995).

Fixní měnový kurz, který byl držen v oscilačním pásmu ± 0,5 %, napomohl eliminaci inflačního rizika, jelikož brzdil růst cenové úrovně vnějších vstupů. Tento kurzový závazek měnové politiky byl v určitém smyslu protichůdný. Ve spojení s makroekonomickou stabilitou a úrokovým diferenciálem se fixní měnový kurz stal stimulem pro vysoký příliv zahraničního kapitálu a následně zvýšení růstu peněžní zásoby.

Měnový vývoj byl, silněji než v předešlých letech, ovlivňován přílivem zahraničního kapitálu a ten společně s rostoucí úvěrovou emisí nutil ČNB zintenzivnit operace na volném trhu, jelikož se snažila dostát závazek cílování peněžní zásoby v ekonomice.

ČNB očekávala ohrožení dezinflačního procesu, proto zpřísnila měnová opatření koncem poloviny roku 1995. Mezi tyto zpřísňující opatření spadalo zvýšení úrokových

sazeb o 1 %. Diskontní sazba se zvýšila na 9,5 % a lombardní sazba se zvýšila na 12,5 %. Povinné minimální rezervy z primárních vkladů bank se sjednotily na 8,5 %.

Tabulka 2: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1995

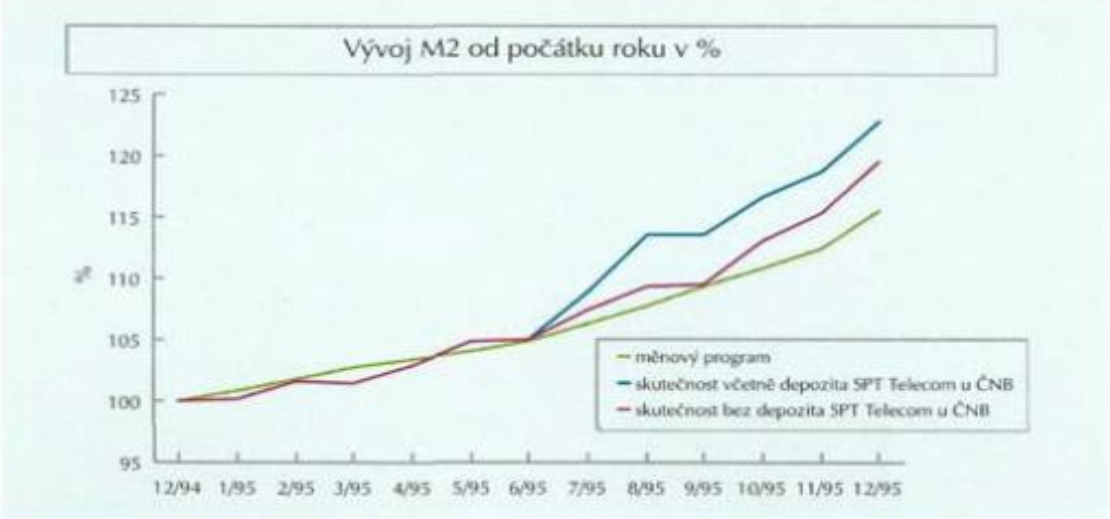
	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
26.6.	-	9,5	12,5		-
3.8.	-			8,5 x)	4,0
8.12.	11,30				
x)			*od tohoto data již ze všech závazků*		

Zdroj: ČNB

Zpřísnění měnové politiky však mělo za následek zvýšení reálných úrokových sazeb. Reálný dopad těchto přijatých opatření na účastníky trhu v ročním vyjádření představoval průměrné zvýšení o 1,7 p. b. na 5,2 % u nově poskytovaných úvěrů (ČNB, 1995).

Avšak i přes tyto přijatá opatření nebyla Česká národní banka schopna dodržet svůj vytyčený cíl v cílování peněžního agregátu M2. Meziroční růst tohoto agregátu byl 19,6 %.

Graf 8: Vývoj M2 za rok 1995



Zdroj: ČNB

Navzdory tomu však ČNB dodržela svůj cíl v rámci inflace. Dokonce se výsledná inflace na konci roku 1995 pohybovala na 9,1 % (viz Graf 1). ČNB si ve své výroční zprávě z roku 1995 vysvětluje nedodržení svého cíle peněžní zásoby transformující se ekonomikou a tomu není co vytýkat. Inflační cíle byly dodrženy a růst peněžní hladiny nad očekávání byl způsoben větší poptávkou po penězích, více soukromých subjektů v ekonomice, či rozvojem kapitálového trhu.

4.2 Vývoj měnové politiky v roce 1996

Již od počátku roku 1996 bylo zřejmé rostoucí riziko, které představovala sílící domácí poptávka, která byla uspokojována dovozem a pokračoval nekonzistentní růst mezd vůči produktivitě práce. Prvním krokem ČNB bylo rozšíření fluktuačního pásma měnové kurzu z ± 0,5 % na ± 7,5 % s platností od 28. 2. 1996 (ČNB, 1996). ČNB si od tohoto rozšíření slibovala snížení přílivu krátkodobého kapitálu, což se také v určité míře podařilo. Zároveň s tím byl vytvořen i větší prostor pro manipulaci s domácí nabídkou peněz. Vývoj měnového kurzu tedy přestával být akcí centrální banky, která na devizovém trhu v předchozích obdobích značně intervenovala, a začínal se vyvíjet dle poptávky a nabídky.

Cíle pro rok 1996 v rámci peněžní zásoby byl určen v rozpětí 13 – 17 % přírůstku M2 (ČNB, 1996). Od počátku roku se však růst M2 pohyboval okolo 18 – 19 % (viz Graf 9). S přihlédnutím na pokles krátkodobého zahraničního kapitálu naznačoval tento vývoj růst domácích úvěrů. Zvýšená peněžní tvorba znovu měla dvě strany. Z té pozitivní by se dalo hodnotit financování přírůstku dovozu a z části také vyšší míru investic. Na druhé straně však tento růst peněžní zásoby vytvářel inflační tlaky.

V tomto roce byla provedena změna transmisního mechanismu, resp. jeho úprava. Z klasického měnového transmisního mechanismu se stal modifikovaný transmisní mechanismus, jelikož ČNB jako reakci využila úrokovou politiku. V roli operativního kritéria se začala vyskytovat úroková sazba na mezibankovním trhu. V následující Tabulce 3 jsou viditelné změny, které ČNB prováděla. Nejvíce změn se za rok 1996 dostalo 2T repo sazbě, která za celý rok vzrostla o 1,1 % (v roce 1995 byla 11,3 %). Dalšího zvýšení se dočkala také diskontní sazba z 9,5 % na 10,5 % a lombardní sazba z 12,5 % na 14 %. Povinné bankovní rezervy byly v roce 1995 na výši 8,5 %, ale se stále rostoucí peněžní zásobou byly zvýšeny na 11,5 %.

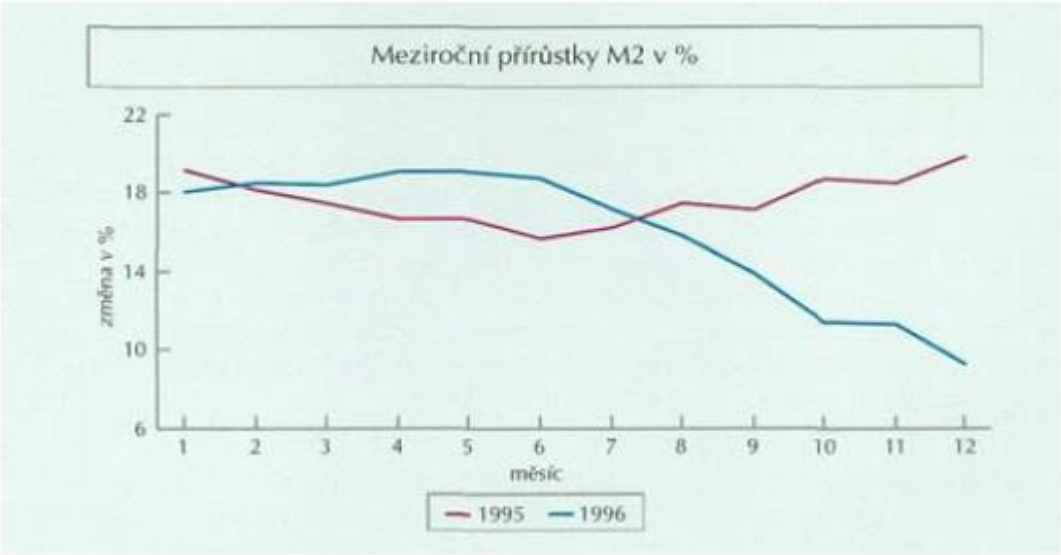
Tabulka 3: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1996

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
29.3.	11,50				
29.4.	11,60				
9.5.	11,80				
21.6.	12,40	10,5	14,0		
1.8.				11,5	

Zdroj: ČNB

Přijatá opatření ČNB postupně vedla k oslabení úvěrových aktivit obchodních bank, jelikož měnová restriktivní opatření ČNB se přenesla na úrokové klientské sazby. S tím byla znatelná i klesající tendence peněžní zásoby, resp. snížení jejího tempa růstu. Ke konci roku se meziroční přírůstek měnového agregátu M2 dostal na hodnotu 9,2 %.

Graf 9: Meziroční přírůstky M2 v roce 1996



Zdroj: ČNB

4.3 Vývoj měnové politiky v roce 1997

Rok 1997 je jedním z klíčových let české měnové historie. Na začátku tohoto roku se stále prohlubovaly nerovnovážné tendence v ekonomice, které se projevovaly

narůstáním vnější nerovnováhy. Tyto tendence spolu s dalšími faktory vyústily v krizi, která vedla ke ztrátě důvěry domácích i zahraničních investorů v udržení fixního kurzu koruny Českou národní bankou.

Důsledkem rychleji rostoucí domácí poptávky než nabídky byl rostoucí externí deficit, který však byl patrný již od poloviny roku 1994. ČNB si byla vědoma tohoto hrozícího nebezpečí a reagovala restriktivní měnovou politiku. Dle Klause (2003) byla právě opatření provedena v roce 1996 – tedy zvýšení úrokových sazeb a PMR – nastolením přímé cesty k měnové krizi. Dědek (2000) však zastává více pozici centrální banky. Vysvětluje nepříliš stabilní politickou situaci a nevnímání zjevných náznaků zpomalení růstu. Uvádí, že centrální banka zůstala osamocena v řízení makroekonomického prostředí ekonomiky a po potvrzení signálů ztráty růstového tempa vláda obvinila právě ČNB díky zpřísnění její politiky v červnu 1996. Dle ČNB (1997) však zvýšení úrokových sazeb přispívalo ke snížení, resp. utlumení domácí poptávky, ale na druhé straně zvýšilo zájem o korunové investice při rostoucím úrokovém diferenciálu a kurz koruny tak posílil. Toto nominální posílení kurzu vedlo k reálnému posílení kurzu, což vedlo ke snížení konkurenceschopnosti domácí produkce.

Tabulka 4: Vývoj ekonomických indikátorů v letech 1993 - 1998

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
HDP (roční tempa, s.c. 1995, %)	0,1	2,2	5,9	3,8	0,3	-2,3
Inflace (roční průměr CPI, %)	20,8	10	9,1	8,8	8,5	10,7
Míra nezazměstnanosti (%)	3,5	3,2	2,9	3,5	5,2	7,5
Saldo státního rozpočtu (% HDP)	0,1	0,9	0,5	-0,1	-0,9	-1,6
Saldo běžného účtu (% HDP)	1,3	-1,9	-2,6	-7,4	-6,1	-1,9
Zahr. zadluženost (% HDP)	24,9	25,4	31,9	36,2	44	12,6
Devizové rezervy (mld. USD)	3,9	6,2	14	12,4	9,8	12,6
Devizový kurz CZK/USD	29,2	28,8	26,5	27,1	31,7	32,3
Devizový kurz CZK/DEM	17,6	17,8	18,5	18,1	18,3	18,3

Zdroj: ČNB, ČSÚ, MFČR

V Tabulce 4 je viditelný vývoj ekonomických indikátorů v ČR v letech 1993 - 1998. Saldo běžného účtu napovídá rostoucí vnější nerovnováhu, která byla jedna z příčin měnového otřesu, který proběhl v roce 1997.

Dědek (2000) ve své práci shrnuje vnímání české ekonomiky zahraničními investory v prvním čtvrtletí roku 1997 a tyto závěry jsou zřejmé i z Tabulky 4:

- Makroekonomické indikátory České republiky naznačovaly jeden z nejhorších deficitů běžného účtu vůči HDP, který nebyl vykrytý přílivem nedluhového dlouhodobého kapitálu. Zahraniční zadluženost se pohybovala okolo 40 % a devizové rezervy centrální banky klesaly k množství, které by pokrylo 3 měsíce dovozů.
- Rozbor makroekonomické situace ekonomiky odhaloval ochabující hospodářský růst a zároveň prohlubování vnější i vnitřní nerovnováhy. Na mikroúrovni byla znát ztráta dynamiky, která zde byla na začátku transformace.
- Politická situace v zemi čím dál více směřovala k nestabilitě, která se prohlubovala špatnými údaji o ekonomice
- Bylo viditelné napětí mezi hlavními tvůrci hospodářské politiky, mezi centrální bankou a vládou. Mediální přestřelky těchto dvou autorit nepřispívaly k řešení situace.

Tyto všechny aspekty jednoznačně naznačovaly, že česká ekonomika je teritoriem pro potenciální turbulence. Na fakt spekulačních útoků také upozorňovala zpráva Mezinárodního měnového fondu z března roku 1997, kde na něj explicitně upozornili.[14]

Vládním usnesením z 16. dubna 1997 č. 228 byla přijata korekce hospodářské politiky a dalších transformačních opatření, jehož součástí byl požadavek na restrikci vládních výdajů, zpomalení růstu mezd ve vládních institucích apod. ČNB v květnu roku 1997 snížila povinnou míru rezerv z 11,5 % na 9,5 %. Tuto změnu argumentuje (ČNB, 1997) tím, že tak reagovala na přijetí systému dovozních depozit, jehož záměr bylo omezení růstu dovozu. Tento instrument je makroekonomicky shodný s kategorií PMR, tudíž se očekávaná rozsah shodoval se snížením PMR. Účinnost či rozsah této změny nebyl významný, avšak byla to známka uvolnění měnové restrikce. V této fázi došlo ke sblížení pohledů centrální banky a vlády na korekci hospodářské politiky.

Začátkem dne 15. května 1997 došlo k velmi prudkému oslabení měnového kurzu české koruny. V průběhu jedné hodiny koruna ztratila přes 100 bazických bodů[15] a ocitla se na pěti procentní úrovni depreciační strany fluktuačního pásma a ČNB intervenovala (CEP, 2000).

[14] Czech Republic - Recent Economic Developments. *IMF Staff Country Report No. 96/147* [online]. IMF, 1997 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://archiv.ihned.cz/c1-917672-zaverecna-zprava-pracovniku-mmf-z-27-brezna-z-navstevy-cr

[15] Bazický bod označuje jednu setinu procentního bodu

Česká národní banka pro tento měnový otřes zvolila taktiku tzv. utahování likvidity. Centrální banka si byla vědoma své role a zajisté si byla vědoma i toho, že závazek fixního kurzu není udržitelný a není ani žádoucí ho udržovat. V tomto období se jednalo pouze o tlumení škod a strategický ústup, resp. přeměnu kurzových režimů. K tomuto „ústupu“ ČNB zvolila stahování likvidity české koruny z ekonomiky a zároveň intervenovala na devizovém trhu proti spekulantům. Stahování likvidity bylo prováděno převážně skrze úrokové sazby ČNB.

Následující tabulka zachycuje vývoj úrokových procentních sazeb v roce 1997. V průběhu května lze z tabulky vypozorovat, že 1T repo sazba dosáhla svého rekordního maxima 75 %. Toto opatření bylo nezbytné pro zdražení vypůjčování korun, které by sloužily dál pro spekulační účely.

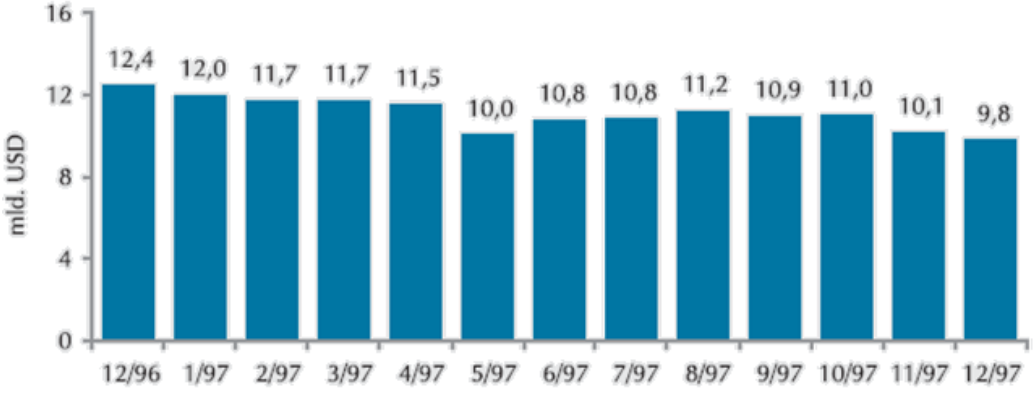
Tabulka 5: Vývoj úrokových sazeb ČNB v roce 2015

	1T repo sazba (%)	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	PMR (%)
Stav k					bank
1.1.	12,4	12,4			
8.5.					9,5
16.5.	12,9			50	
19.5.	45				
23.5.	75				
27.5.			13		
2.6.	45				
4.6.		39			
6.6.	39				
11.6.	31	29			
13.6.	29				
18.6.	25	25			
20.6.	22	22			
23.6.	20	20			
24.6.	18,5	18,5			
27.6.				23	
30.6.	18,2	18,2			
1.7.	17,9	17,9			
7.7.	17	17			
8.7.	16,5	16,5			
9.7.	16,2	16,2			
15.7.	16	16,2			
16.7.		16			
22.7.	15,7	15,7			
23.7.	15,2	15,4			
24.7.		15,2			
28.7.	14,9	14,9			
1.8.		14,7			
4.8.	14,5	14,5			
31.10.		14,8			
1.12.	19	18,5			
2.12.	18,5	18			
3.12.	17,75	17,5			
4.12.	17	16,75			
9.12.	15,5	15,5			
10.12.		15			
11.12.	15				
17.12.	14,75	14,75			

Zdroj: ČNB, vlastní úprava

Tento utahovací manévr měl však své limity a s tím souvisejí limity devizových rezerv, které centrální banka nemůže plně vyčerpat. Snížení devizových rezerv za rok 1997 činilo 2,2 mld. USD, což odpovídalo 56 mld. Kč po vyloučení kurzových rozdílů.

Graf 10: Vývoj devizových rezerv ČNB za rok 1997



Zdroj: ČNB

Situace vysokých úrokových sazeb také není dlouhodobě udržitelná, jelikož hrozilo prosáknutí do tržních úrokových sazeb a vyústění v bankovní krizi. Dvanáct dní po propuknutí měnové krize bylo 26. května 1997 oznámeno, že česká měna přechází na režim volného kurzu, tzv. řízený floating[16] (ČNB, 1997). Prvních pár dní po zavedení volného kurzu bylo kritických, jelikož mohlo dojít k dramatickému pádu měny. ČNB tedy provedla několik intervencí, kterými chtěla této depreciaci předejít. Mimo to i slovní vyřčení očekávaného kurzového intervalu 17 – 19,5 Kč/DEM (Dědek, 2000) přispělo k určité orientaci ekonomických subjektů v prostředí volného kurzového režimu. Kombinací výše uvedených faktorů se centrální bance podařilo alespoň zmírnit dopady měnové krize.

Následně po přijetí nového kurzového režimu došlo k cca 10 % depreciaci kurzu koruny vůči centrální paritě. Úrokové sazby se během 3. čtvrtletí roku 1997 ustálily na vyšší úrovni zhruba o 2 – 2,5 %, než tomu bylo před květnovými spekulativními útoky (ČNB, 1997).

S možností pohledu z časového odstupu je provedení této potlačující politiky ČNB na zvážení. Centrální banka sice argumentuje postupným zmírňováním měnové

[16] Řízené plování umožňuje centrální bance zasáhnout devizovými intervencemi v momentech nadměrné volatility měnového kurzu. Za normálních okolností je vývoj měnového kurzu ponechán trhu

krize[17], které však pokračovalo dále v roce 1997, jelikož úrokové sazby se snižovaly velmi postupně, či vůbec. Na začátku prosince se úroková sazba 1T repo sazby znovu zvýšila o 4,5 % na hodnotu 19 % a 2T repo sazba byla zvýšena na 18 %. Tyto rozhodnutí ČNB dle své výroční zprávy prováděla proto, aby zabránila předpokládanému oslabení měnové kurzu. Oslabení měnového kurzu bylo předpokládáno kvůli nestabilní politické situaci, která vyvrcholila demisí vlády koncem listopadu 1997.[18] Dalším signálem pro oslabení kurzu bylo snížení ratingu České republiky o 1 stupeň agenturou IBCA. Agentura Standard & Poor's se postarala o snížení ratingu tří českých bank.

Díky zvyšování úrokových sazeb ČNB se zvýšily sazby na mezibankovním trhu na výši přes 20 % (ČNB, 1997). ČNB své úrokové sazby postupně snižovala, až je dne 17. prosince 1997 ustálila na výši 14,75 % jak pro 1T tak i pro 2T repo sazbu. Restriktivní politika centrální banky společně s odeznívající měnovou krizí vedla k poklesu ekonomiky a k recesi. Nabízela se také druhá varianta, jak bylo možné zvládnout měnový otřes. Nesnižování inflace za každou cenu, ale nechat ekonomice volný prostor pro samostatné uzdravení, jelikož znehodnocení měny byla daň za přehřívající se ekonomiku a výraznou vnější nerovnováhu. Krátkodobé zvýšení inflace by však z dlouhodobějšího hlediska nevedlo k pasti deflace, do které se česká ekonomika dostala v roce 1999.

[17] Klaus (2003) tuto krizi nazývá spíše krizí politickou, než ekonomickou

[18] *Přehled členů vlády (4. 7. 1996 - 2. 1. 1998)* [online]. Vláda České republiky, 2009 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.vlada.cz/cz/clenove-vlady/historie-minulych-vlad/prehled-vlad-cr/1993-2007-cr/vaclav-klaus-2/prehled-ministru-24632/

5 Měnová politika v režimu cílování inflace

Česká národní banka ztratila nominální kotvu, kterou měla formou fixního kurzu koruny a kurzový režim byl zvolen řízený floating. S ohledem na úskalí, která přiváděla strategie cílování peněžní zásoby bankovní rada ČNB rozhodla o změně režimu své měnové politiky. Novým režimem se stalo cílování inflace. Takto formulovaná politika měla do ekonomiky vnést jasněji stanovené schéma, jednodušeji veřejnosti sdělit cíl monetární politiky a pozitivně ovlivnit inflační očekávání ekonomických subjektů. Za inflační cíl byla zvolena tzv. čistá inflace[19]. Inflační cíl stanovila ČNB ve střednědobém horizontu, který končil rokem 2000. Inflační cíl byl stanoven na 4,5 % ±1 p. b. Krátkodobý mezicíl pro konec roku 1998 byl definován ve výši 6 % ± 0,5 p. b.

Tabulka 6: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci

pro rok	ve výši	plnění k měsíci	stanoven
1998	5,5 - 6,5 %	prosinec 1998	prosinec 1997
1999	4 - 5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5 - 5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2 - 4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1 - 3 %	prosinec 2005	duben 1999

Zdroj: ČNB

Cílování inflace jako režim měnové politiky nepracuje s explicitně stanoveným mezicílem, ale vzdálenost mezi operativním a konečným cílem transmisního mechanismu překlenuje na základě inflačních prognóz.

„Zprvu byly používány tzv. podmíněné prognózy inflace, které modelovaly budoucí vývoj za existence současných (neměnných) úrokových podmínek. Zdokonalení prognostického aparátu a zavedení souhrnného modelu vývoje ekonomiky umožnilo přejít k tzv. nepodmíněné prognóze inflace, který obsahuje již modelovou reakci centrální banky na makroekonomický vývoj“ (ČNB, 2003, str. 22)

[19] Viz ČNB (1997, str. 26) „…Pohyb čisté inflace je vztahován k okruhu položek, které definují spotřebitelský koš. Z něj se tak vylučují položky s regulovanými cenami a položky ovlivňované jinými administrativními opatřeními. Položky, u kterých dochází k cenovým změnám z důvodů daňových úprav, zůstávají součástí spotřebního koše, avšak vliv daňových úprav je eliminován. Podle této definice představuje čistá inflace cca 82 % celkového CPI…“

Tabulka 7: Vývoj makroekonomických veličin v průběhu roku 1998

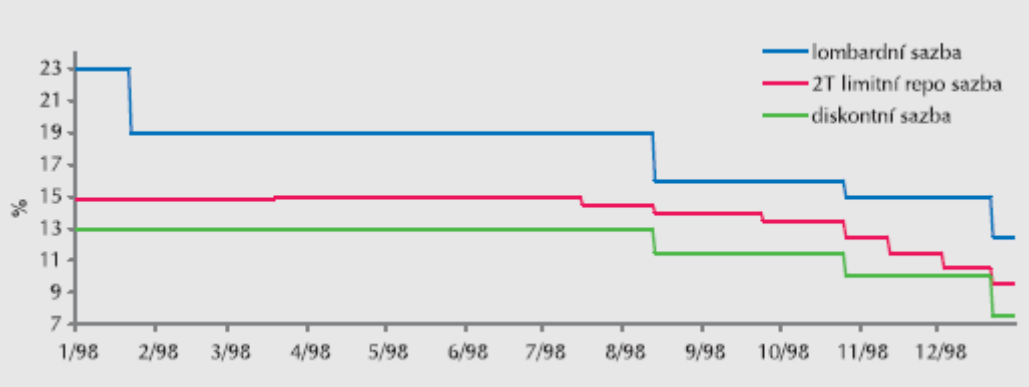
	SKUTEČNOST							
	1995	1996	1997	1998	I/1998	II/1998	III/1998	IV/1998
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	6,4	3,9	1,0	-2,7	-0,9	-2,4	-2,9	-4,1
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (domácí poptávka a vývoz)	11,9	7,4	3,3	2,3	6,8	2,0	1,2	-0,2
DOMÁCÍ POPTÁVKA	9,8	8,5	-0,4	-3,2	-4,5	-4,3	-2,8	-1,4
DOMÁCÍ EFEKTIVNÍ POPTÁVKA [1]	9,1	7,0	-1,2	-2,1	-2,1	-4,6	-1,5	-0,6
v tom:								
Spotřeba domácností	6,9	7,0	1,6	-2,4	-1,6	-7,0	-0,9	-0,2
Spotřeba vlády [2]	-1,2	4,3	-1,8	1,1	-2,7	0,6	-0,8	6,3
Hrubá tvorba fixního kapitálu	21,0	8,7	-4,9	-3,7	-2,5	-4,1	-3,1	-4,7
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	16,1	5,4	10,2	11,5	27,4	12,3	8,1	1,7
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	22,0	12,9	6,7	9,0	17,3	7,9	7,1	5,1

Zdroj: ČNB

Vyhlašování inflačních cílů pomocí indexu čisté inflace bylo důsledkem stále nedokončené liberalizace cen a harmonizací daní s Evropskou unií.

5.1 Vývoj měnové politiky v cílování čisté inflace

Graf 11: Vývoj úrokových sazeb ČNB v roce 1998



Zdroj: ČNB

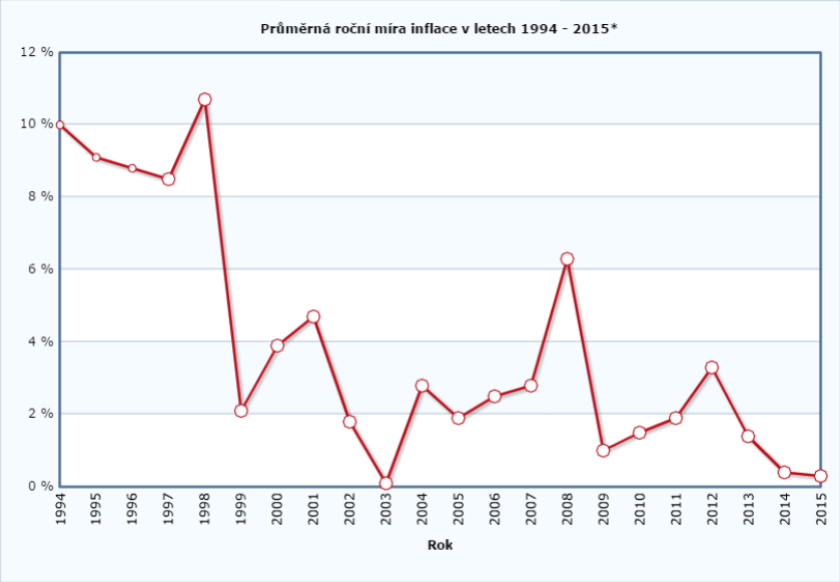
Rok 1998 lze z hlediska měnové politiky rozdělit na dvě období. V prvním období, které trvalo od ledna do července, ČNB udržovala stabilní výši svých úrokových sazeb[20]. Úroveň těchto úrokových sazeb byla poměrně vysoká, jelikož se centrální banka snažila čelit inflačním tlakům a snažila se dostát svého inflačního cíle, který byl ve výši 5,5 % - 6,5 % čisté inflace. Inflační tlaky probíhaly od začátku roku. Za hlavní faktory lze považovat nárůst cen potravin, zvýšení sazby DPH, nominální depreciace kurzu z minulého roku a úprava regulovaných cen (ČNB, 1998). V inflační

[20] Kromě zvýšení 2T repo sazby v březnu o 0,5 %

zprávě z července roku 1998 je popsáno, že ČNB očekává, že čistá inflace se bude na konci roku pohybovat spíše u dolní hranice cíleného rozpětí.

V tomto prvním období se cílování inflace zdálo být příznivé. Meziroční čistá inflace v červnu poklesla na 6,5 %, toto snižování bylo však působením nejen politiky monetární, ale také fiskální a důchodové.

Graf 12: Průměrná roční míra inflace v letech 1994 - 2015



Zdroj: ČSÚ

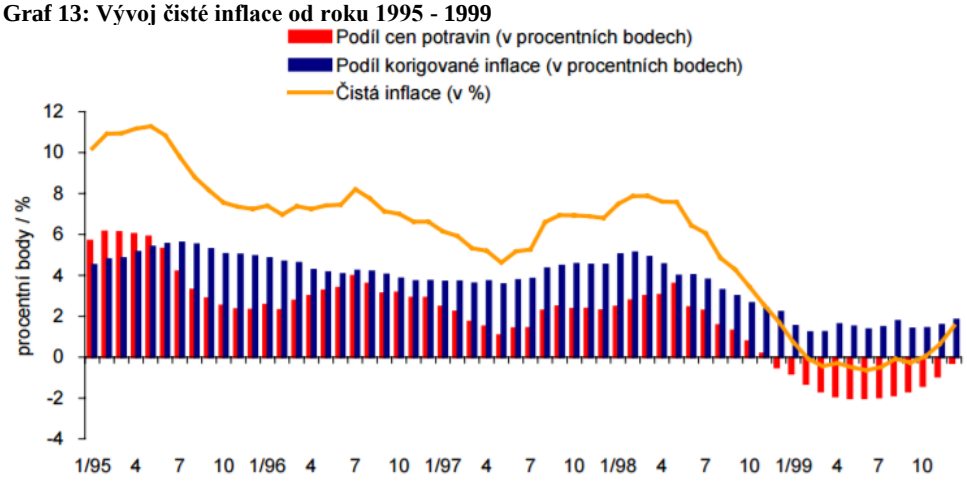
Druhé období roku 1998 z hlediska měnové politiky bylo diametrálně odlišné. ČNB od poloviny července začala snižovat své úrokové sazby a to postupně, aby minimalizovala vznik šoků na finančních trzích. Sazba PMR se snížila na 7,5 % a na konci roku se rozhodlo o snížení na 5 % s platností od 28. ledna 1999.

Tabulka 8: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1998

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
23.1.			19,0		
20.3.	15,00				
17.7.	14,50				
30.7.				7,5	
14.8.	14,00	11,5	16,0		
25.9.	13,50				
27.10.	12,50	10,0	15,0		
13.11.	11,50				
4.12.	10,50				
23.12.	9,50	7,5	12,5		

Zdroj: ČNB

Graf 13: Vývoj čisté inflace od roku 1995 - 1999



Zdroj: ČNB

Během celého období docházelo ke stálému poklesu inflace a v prosinci meziroční index čisté inflace poklesl na 1,7 %. Tento výsledek byl o 3,8 % nižší, než byla dolní hranice krátkodobého mezicíle ČNB. Ta ve své výroční zprávě za rok 1998 mezi nejdůležitější vnější faktory, které zapříčinily nesplnění inflačního cíle, řadí vývoj cen potravin a surovin a úroveň měnového kurzu. ČNB předpokládala mírnou depreciaci měny, avšak tento předpoklad se nenaplnil. Kurz koruny naopak aprecioval. V tomto prvním roce cílování inflace lze po analýze namítat, že centrální banka měla začít se snižováním svých úrokových sazeb dříve a možná by předešla tak skokovému meziročnímu snížení čisté inflace.

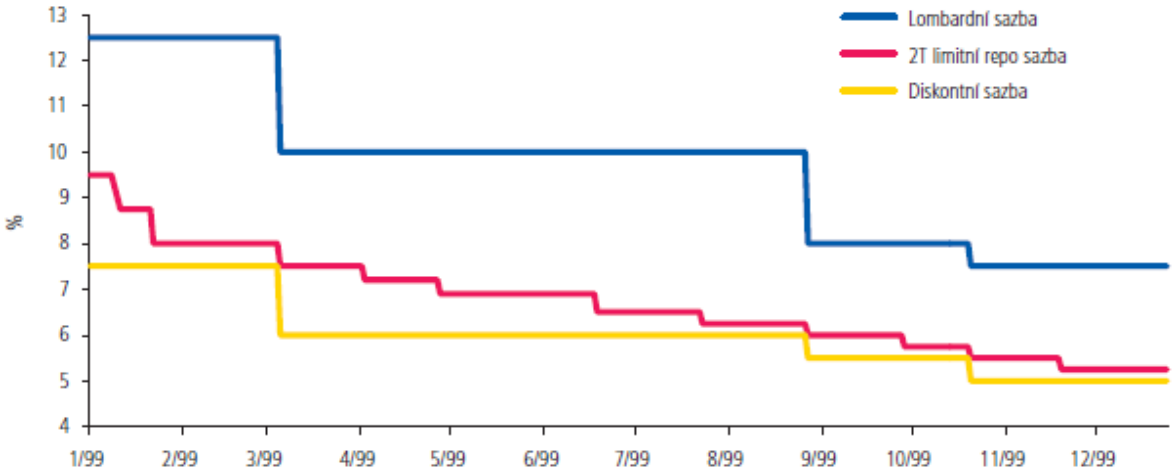
Tabulka 9: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1999

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
18.1.	8,75				
28.1.				5,0	
29.1.	8,00				
12.3.	7,50	6,0	10,0		
9.4.	7,20				
4.5.	6,90				
25.6.	6,50				
30.7.	6,25				
3.9.	6,00	5,5	8,0		
5.10.	5,75				
7.10.				2,0 *	2,0 *
27.10.	5,50	5,0	7,5		
26.11.	5,25				

Zdroj: ČNB

Hlavním charakterem měnové politiky v roce 1999 bylo znovu postupné snižování úrokových sazeb a povinných minimálních rezerv. PMR se v říjnu ustálily na 2 %, které platí až do současnosti. Hlavní snižování proběhlo u úrokové sazby 2T repo operací, přesně 11 kroků vedlo ke snížení za celý rok o 4,25 %. Proces dezinflace, který přetrvával z roku 1998 byl pozastaven v polovině roku 1999, ČNB však stále snižovala své sazby, ale pouze o nízké hodnoty. Nová podmíněná prognóza naznačovala, že v roce 2000 bude čistá inflace při dolní mezní hranici inflačního cíle nebo mírně pod ní (ČNB, 1999).

Graf 14: Vývoj úrokových sazeb ČNB v roce 1999

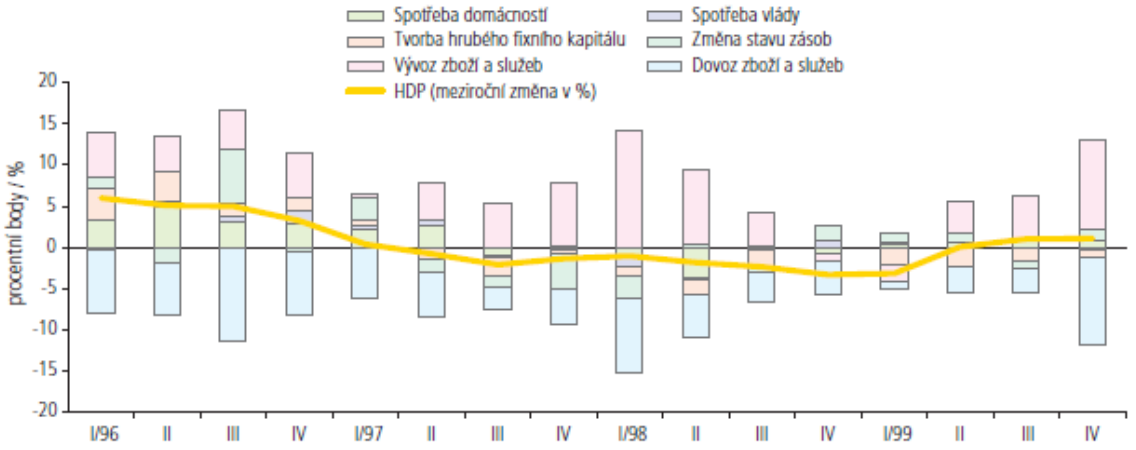


Zdroj: ČNB

Makroekonomický vývoj v tomto roce byl charakterizován dosahováním vnější a vnitřní ekonomické rovnováhy. Další pokles inflace přispěl k vnitřní rovnováze a napomohl ke sblížení inflačního očekávání jednotlivých skupin ekonomických subjektů.

Graf 15: Vývoj HDP v letech 1996 - 1999

(ve stálých cenách roku 1995)



Zdroj: ČNB

V grafu 15 je viditelné, že v meziroční změna HDP v procentech znovu začala mírně růst. Tento růst byl převážně podpořen růstem výdajů domácností na spotřebu. Výše uvedené snížení PMR na 2 % centrální banka prováděla s cílem sbližovat instrumentárium měnové politiky s ECB a tím také podpořit konkurenceschopnost tuzemského bankovního sektoru (ČNB, 1999).

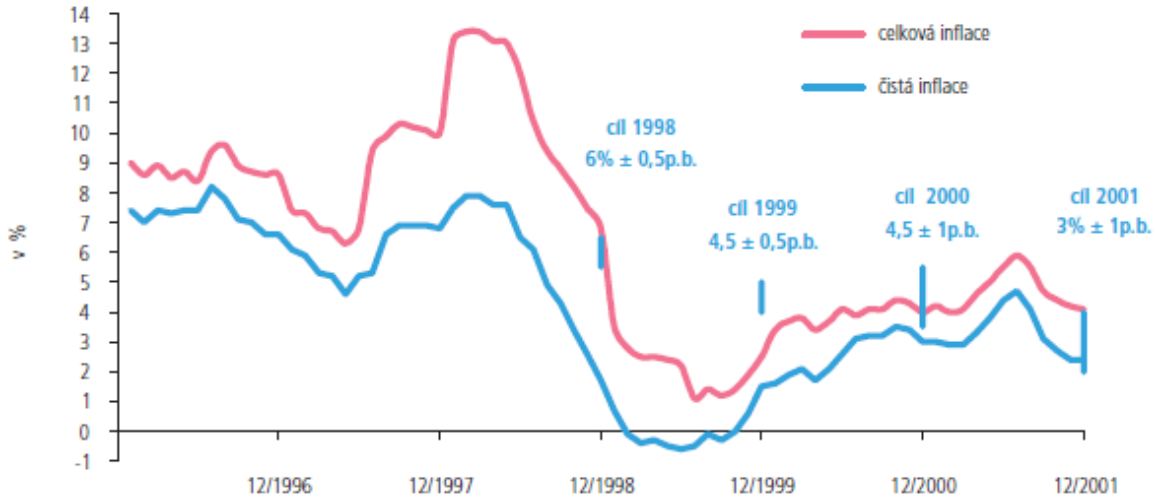
Avšak i v tomto roce se skutečná čistá inflace pohybovala na nižší úrovni, než byl cíl ČNB. Centrální banka prováděla tyto operace s ohledem na svůj inflační cíl pro rok 2000 a také s ohledem časového zpoždění působení monetární politiky.

V roce 1999 byla přijata „Dlouhodobá měnová strategie ČNB“, kterou Česká národní banka předložila vládě ke schválení, resp. jako materiál pro koordinaci hospodářské politiky s politikou měnovou. Tato strategie vycházela z potřeby stanovit dlouhodobý cíl, ke kterému by měnová politika směřovala a přibližovala se tím začleňování do evropských struktur. Tento dlouhodobý cíl byl ve strategii definován úrovní cenové stability v roce 2005 na 2 % s oscilací jednoho procentního bodu.[21]

V roce 2000 ČNB svůj nástroj úrokových sazeb nevyužila a žádné z nich neměnila. V tomto roce však proběhla novela zákona o ČNB zákonem č.442/2000 Sb., ve které byl změněn, resp. přeformulován, hlavní cíl ČNB. Doposud byl hlavní cíl měnová stabilita. S novelou zákona se hlavním a primárním cílem České národní banky stala péče o cenovou stabilitu a jako druhotný cíl, pokud nebude v rozporu s prvotním cílem, podporovat hospodářský růst a hospodářskou politiku vlády.

Cílem roku 2001 bylo udržení dosažené makroekonomické stability a vytvoření podmínek pro pokračující hospodářskou konjunkturu.

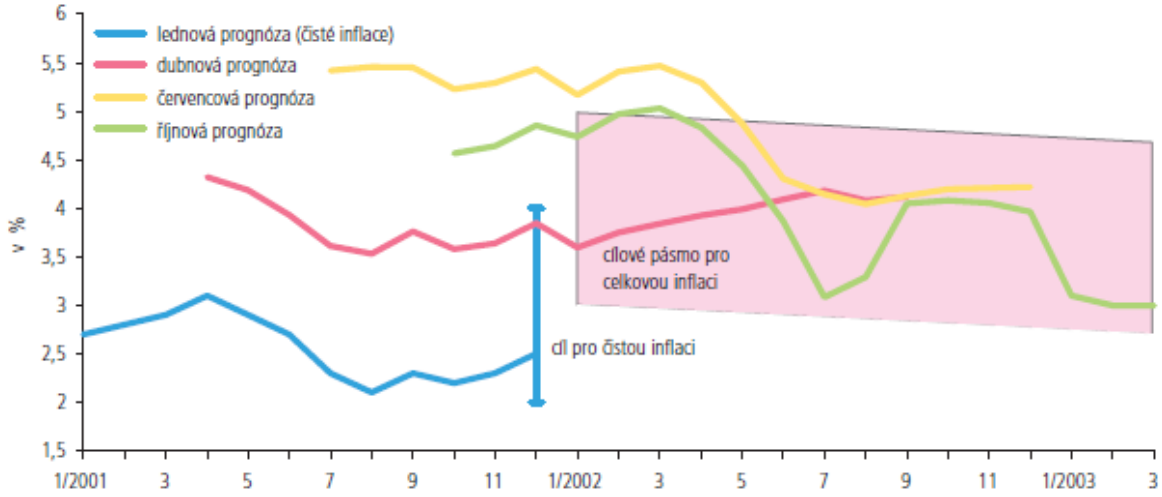
Graf 16: Vývoj inflace v letech 1996 - 2001



Zdroj: ČNB

[21] *Dlouhodobá měnová strategie Dokument projednaný v Bankovní radě ČNB dne 8. 4. 1999* [online]. Česká národní banka, 1999 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/d_menova_strategie.pdf

Graf 17: Prognózy inflace z roku 2001



Zdroj: ČNB

Na začátku roku 2001 ČNB snížila úrokovou sazbu z 2T repo sazeb o 0,25 % na 5 %. S tím adekvátně snížila také diskontní sazbu na 4 % a lombardní sazbu na 6 %. Tento krok provedla na základě lednové prognózy čisté inflace, která naznačovala vývoj inflace k dolní hranici stanoveného inflačního cíle.

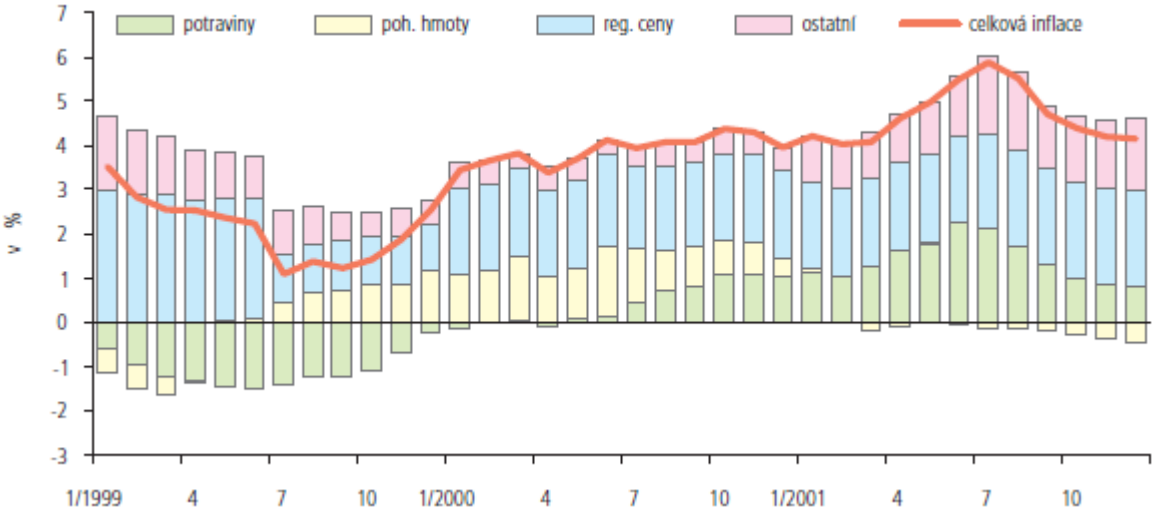
Tabulka 10: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2001

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
23.2.	5,00	4,0	6,0		
27.7.	5,25	4,25	6,25		
30.11.	4,75	3,75	5,75		

Zdroj: ČNB

V polovině roku se však vývoj české ekonomiky začal měnit. Signály o pokračujícím oživování a růstu české ekonomiky se potvrzovaly jako konzistentní, s tím však bylo spojené riziko nákladových inflačních tlaků. V uvedeném grafu 18 je viditelný vyšší růst cen potravin od dubna do července 2001. S postupným zvyšováním cen se zvyšovala i inflační očekávání. S tímto směrem ČNB přehodnotila inflační prognózu, která signalizovala míru inflace pohybující se nad úrovní inflačního cíle až do poloviny roku 2002, kde znovu začala klesat. Tento vývoj přiměl ČNB zvednout úrokové sazby o 0,25 %.

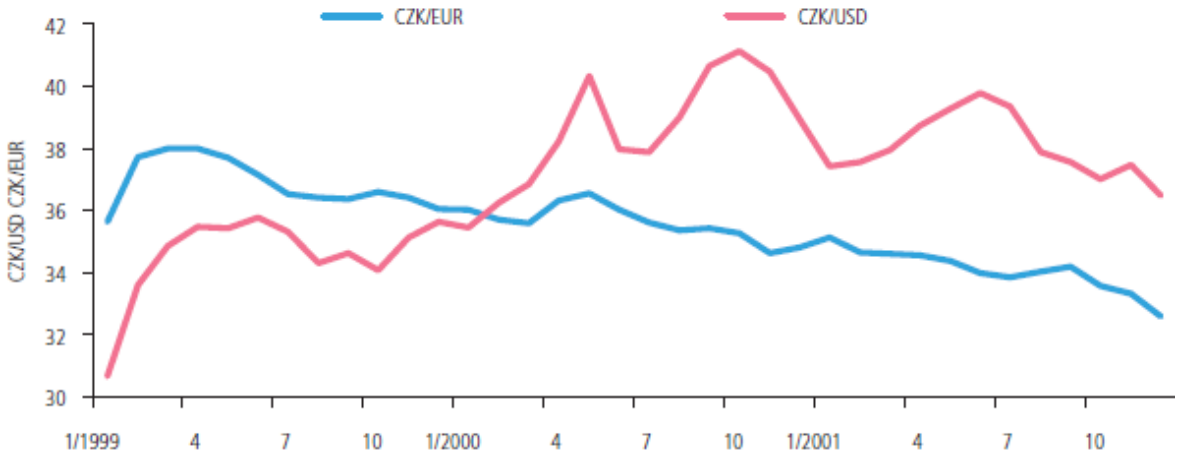
Graf 18: Vývoj inflace v letech 1999 - 2001



Zdroj: ČNB

Zvýšení úrokových sazeb, zveřejnění meziročního růstu inflace v červenci 2001 ve výši 5,9 % (ČNB, 2001) vedlo ke zvýšení inflačního očekávání a dalšímu růstu úrokových tržních sazeb. Nové signály o ochabující světové poptávce v USA a v EU, což bylo následkem zářijového teroristického útoku, vedlo ke snižování tržních úrokových sazeb a s tím byl spojený pokles úrokových sazeb ČNB, které poklesly o 0,5 %. Pokles sazeb ČNB byl však vyvolaný také apreciací měnového kurzu, který dle ČNB (2001) neodpovídal vývoji základních makroekonomických veličin. Aby ČNB nepřiměřenému posilování koruny zabránila, začala přímo intervenovat na devizovém trhu.

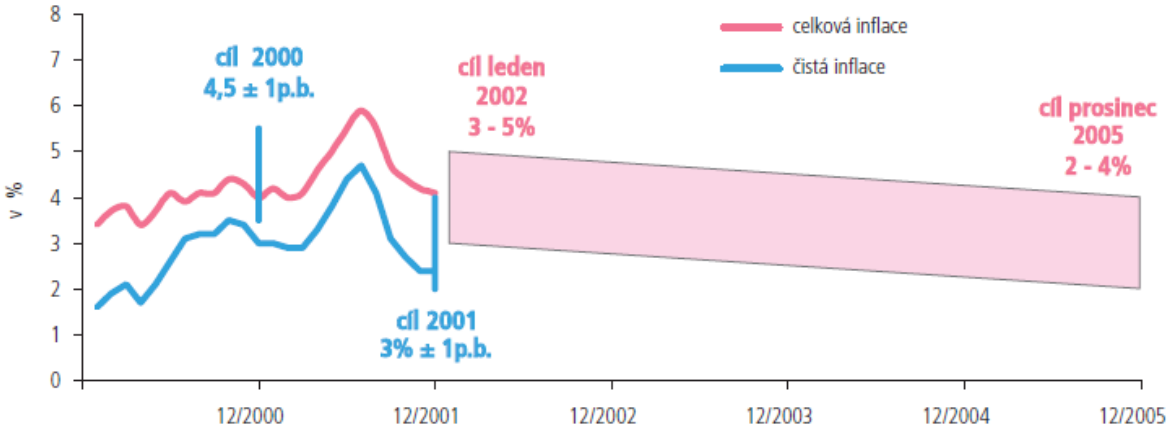
Graf 19: Vývoj měnového kurzu v letech 1999 - 2001



Zdroj: ČNB

Měnová politika se v tomto roce vyznačovala poměrnou snahou o ovlivnění inflačního očekávání ekonomických subjektů, což se jí vcelku dařilo. Exogenní nepředvídatelné události celou tuto politiku výrazně ovlivňovaly, ale měnová politika poprvé v režimu cílování inflace splnila svůj inflační cíl. Čistá inflace se na konci roku 2001 pohybovala na úrovni 2,4 %, což spadá do dolní hranice vytyčeného cíle 2 – 4 %. Bohužel však splnění inflačního cíle je v podmínkách české měnové politiky spíše výjimka.

Graf 20: Vývoj čisté inflace v letech 2000 - 2001



Zdroj: ČNB

Po čtyřech letech cílování inflace se Česká národní banka rozhodla změnit cílovanou inflaci z čisté na celkovou. V dubnu 2001 byl vyhlášen nový inflační cíl na období od ledna 2002 do prosince 2005. V lednu 2002 pásmo začíná na rozmezí 3 – 5 % a postupně klesá do hodnot 2 – 4 % v prosinci 2005. Cílem tohoto rozhodnutí bylo mimo jiné přibližovat se průměrné míře inflace v EU. Cílování celkové inflace však v sobě obsahuje i vliv nepřímých daní a administrativních změn cen, tudíž je náročnější než cílování čisté inflace.

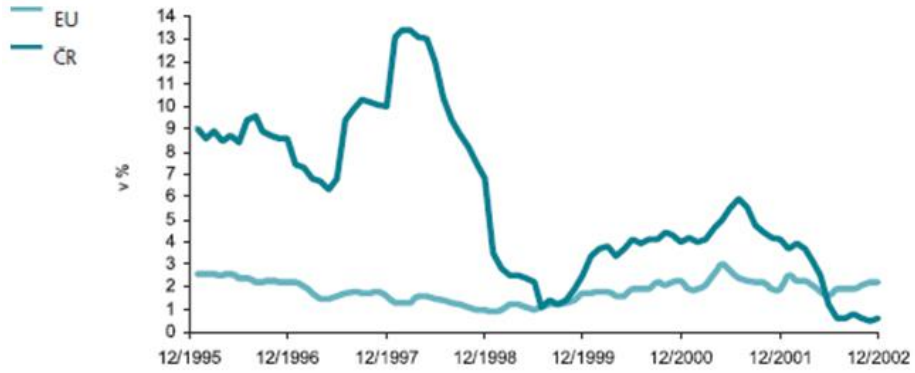
5.2 Vývoj měnové politiky v cílování pásma celkové inflace

V červenci 2002 ČNB změnila inflační prognózu z podmíněné na tzv. nepodmíněnou. Spolu s větším zapojením bankovní rady do prognózování inflace byl toto pozitivně aktivní krok ke stálému zdokonalování tohoto měnověpolitického režimu.

„Vedle prognózy ve smyslu nejpravděpodobnějšího obrazu budoucího vývoje ekonomiky je často využívána tzv. „podmíněná prognóza“, tj. simulace dalšího vývoje za ne nutně

realistického předpokladu, že centrální banka nebude měnit nastavení měnověpolitických nástrojů. Prvně jmenovaný typ prognózy se pro odlišení od „podmíněné prognózy" někdy označuje jako „prognóza nepodmíněná", i když i ona je – jako každá prognóza složitého vývoje reálných ekonomických systémů – podmíněná řadou různých předpokladů" (ČNB, 2002, str. 24)

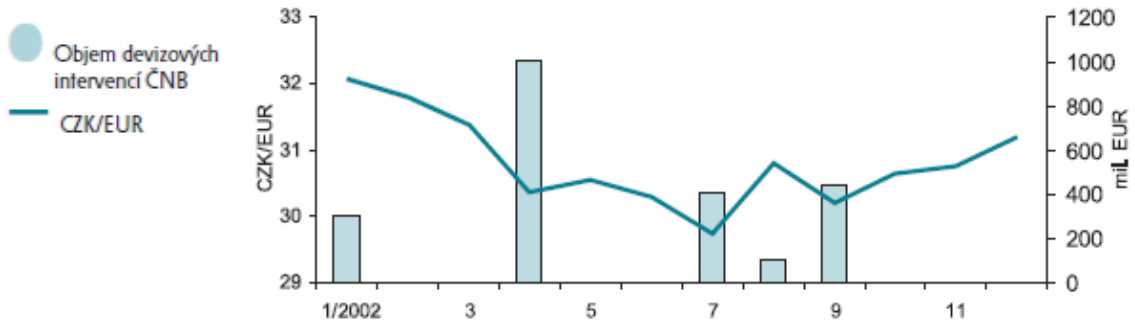
Graf 21: Vývoj inflace v ČR a EU v letech 1995 - 2002



Zdroj: ČNB

Kurz koruny pokračoval ve svém sílení z předchozího roku, na což musela centrální banka reagovat devizovými intervencemi. Dne 16. ledna 2002 byla přijata „Strategie řešení kurzových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a dalších devizových příjmů státu", která umožňovala konverzi devizových příjmů státu mimo trh přímo do rezerv ČNB, tedy bez případných přímých dopadů na měnový kurz.[22]

Graf 22: Vývoj devizových intervencí a kurzu CZK/EUR v roce 2002



Zdroj: ČNB

[22] *Strategie řešení kurzových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu* [online]. Česká národní banka, 2002 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_02_leden_p1.html

Apreciace kurzu však stále pokračovala i přes lednové devizové intervence. ČNB na základě vývoje měnového kurzu rozhodla snížit své úrokové sazby nejdříve o 0,25 % ke konci ledna 2002 a na začátku února o dalších 0,25 %. 2T repo sazba se pohybovala na úrovni 4,25 %, diskontní sazba na úrovni 3,25 % a lombardní sazba na 5,25 %.

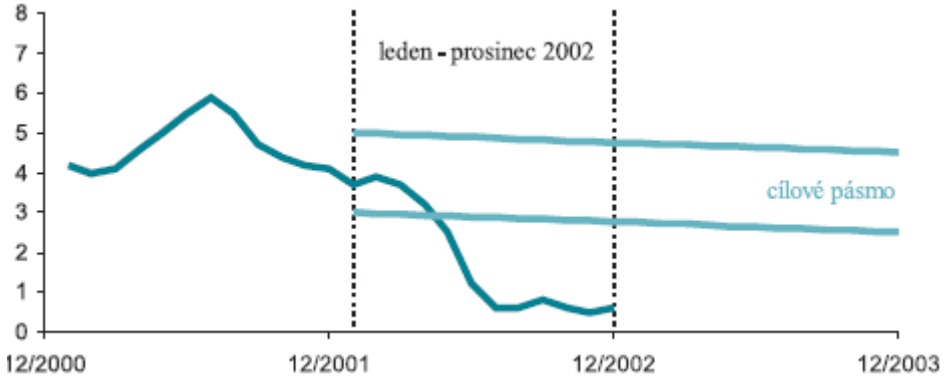
Tabulka 11: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2002

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
22.1.	4,50	3,50	5,50		
1.2.	4,25	3,25	5,25		
26.4.	3,75	2,75	4,75		
26.7.	3,00	2,00	4,00		
1.11.	2,75	1,75	3,75		

Zdroj: ČNB

S tímto vývojem se začala snižovat i prognóza inflace a ČNB v dubnu reagovala znovu snížením úrokových sazeb o 0,5 %. Měnový kurz stále posiloval a s tím přišly i nové intervence na devizovém trhu. V červenci téhož roku došlo k dalšímu prudkému poklesu měnového kurzu koruny, který se tak dostal k hranici 29 CZK/EUR. Česká národní banka na tento vývoj reagovala prováděním skrytých intervencí, u kterých využívala aktuálních podmínek na devizovém trhu (ČNB, 2002). Intervence pokračovaly až do září, kde se již na zbytek roku kurz stabilizoval. Současně s červencovými intervencemi ČNB znovu snížila své úrokové sazby, nyní o 0,75 %. 2T repo sazba se dostala na úroveň pouhých 3%, diskontní sazba na 2 % a lombardní sazba na 4 %. Koncem roku 2002 došlo ještě k jednomu snížení úrokových sazeb o čtvrt procenta.

Graf 23: Plnění inflačního cíle v roce 2002

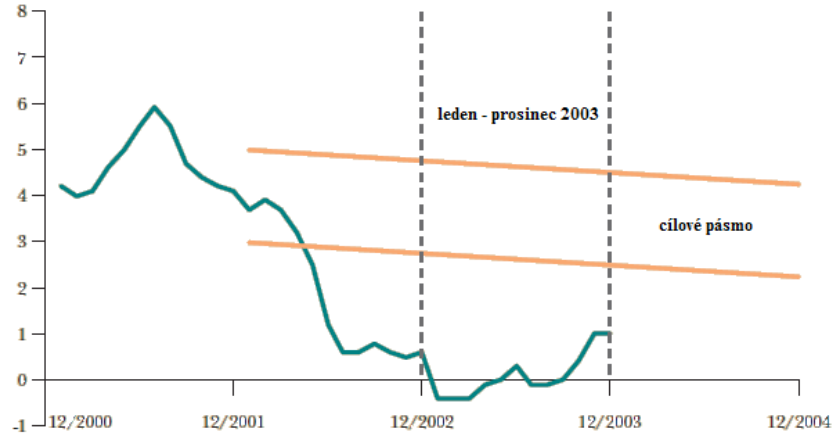


Zdroj: ČNB

Jelikož zpoždění transmise ČNB odhaduje na 12 – 18 měsíců, na konečnou inflaci v roce 2002 mělo tedy vliv rozhodování měnové politiky v průběhu roku 2001. Důležitým faktorem zde jsou chybné odhady vývoje exogenních faktorů, jakožto cen potravin a regulovaných cen. Kdyby tyto odhady byly správné, měnová politika by byla mnohem uvolněnější a inflační cíl by nebyl takto podstřelený. Výsledná meziroční inflace se totiž pohybovala na úrovni kolem 0,5 % a průměrná inflace za celý rok byla 1,8 %, což bylo poprvé v historii nižší číslo, než je průměr EU. Stanovené inflační pásmo ČNB svojí měnovou politikou dodržovala pouze v první polovině roku 2002 a zbylý rok významně cílené pásmo nedodržela.

V roce 2003 plnění inflačního cíle bylo opakovaně nesplněno. Vývoj inflace dokonce v určitých měsících dosahoval záporných hodnot. Vývoj v tomto roce však neznamenal žádné zásadní změny v měnové politice a ta se spíše soustředila na splnění cílů v roce 2004, ve kterém Česká republika vstoupila do EU.

Graf 24: Plnění inflačního cíle v roce 2003



Zdroj: ČNB

Za rok 2003 proběhlo snížení úrokových sazeb ve třech krocích a to celkově o 0,75 % vůči roku předešlému. Intervence na devizovém trhu centrální banka neprováděla a ponechala vývoj měnového kurzu čistě na tržním mechanismu.

Tabulka 12: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2003

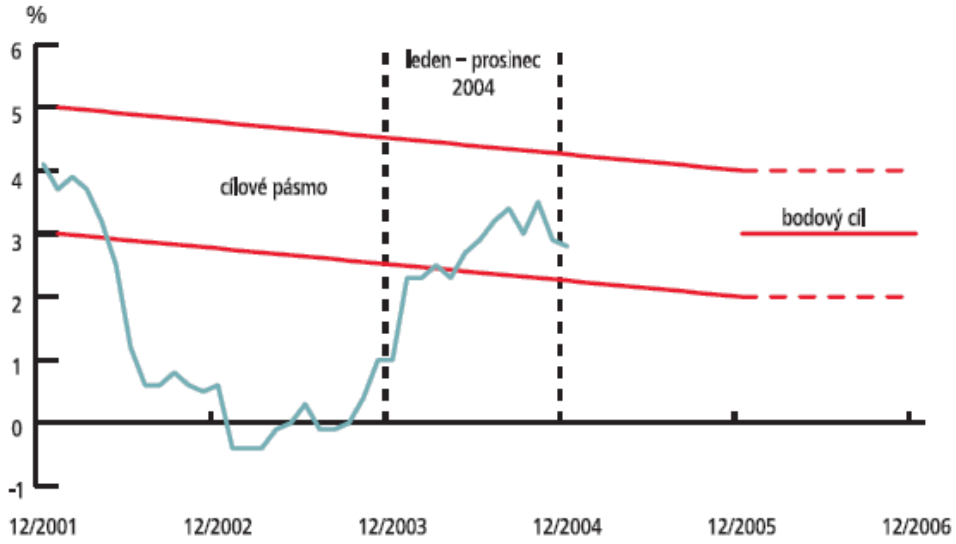
	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
31.1.	2,50	1,50	3,50		
26.6.	2,25	1,25	3,25		
1.8.	2,00	1,00	3,00		

Zdroj: ČNB

Vývoj inflace v roce 2004 se z větší části pohyboval v cíleném pásmu měnovou politikou. Meziroční míra inflace ke konci roku 2004 byla na úrovni 2,8 %. Pro vliv na hodnotu inflace a plnění inflačního cíle ve druhé polovině tohoto roku je nutné analyzovat měnovou politiku ze začátku, či průběhu roku 2003. Výše uvedená tabulka změn v úrokových sazbách, tedy využívání nástrojů centrální banky pro dosažení cílené inflace, naznačuje uvolněnější měnovou politiku. Snížením úrokových sazeb se uvolnil i finanční trh a míra inflace postupně stoupala a udržovala se v cíleném pásmu. K růstu inflace však přispěly i úpravy nepřímých daní a snížení základní sazby DPH z 22 % na 19 %[23].

[23] *Vývoj sazeb daně z přidané hodnoty* [online]. daňový-portál.cz, 2014 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.ucetni-portal.cz/soubory/prehledy2/51.pdf

Graf 25: Plnění inflačního cíle v roce 2004



Zdroj: ČNB

Prognózy inflace v roce 2004, které se orientovaly na období roku 2005 a první pololetí roku 2006, vykazovaly nejdříve pohyb inflace v inflačním pásmu, přesněji kolem jeho středu (ČNB, 2004). Pro tento výsledek byla Českou národní bankou vyhodnocena potřeba zvýšit úrokové sazby. Tak také provedla v červnu a v srpnu, kdy zvýšila sazby celkově o 0,5 %.

Tabulka 13: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2004

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
25.6.	2,25	1,25	3,25		
27.8.	2,50	1,50	3,50		

Zdroj: ČNB

Dne 1. května 2004 Česká republika vstoupila do Evropské unie. Vstup do EU byl spojen se zvýšenou mírou nejistoty ohledně možných cenových a strukturálních důsledků. Tato nejistota hrála také určitou roli ve vytváření inflačního očekávání. V souvislosti s připojením se do Evropské unie ČNB vyhlásila nový inflační cíl, který byl platný od ledna roku 2006. Výše tohoto cíle však nebylo pásmo, jako doposud, ale jednalo se o bodový cíl ve výši 3 %[24] (ČNB, 2004). Tento cíl byl pro měnovou politiku

[24] Centrální banka se zavazuje, že bude usilovat o to, aby se skutečná inflace nelišila o jeden procentní bod na obě strany

závazný v rámci Maastrichtských kritérií a cíl byl vyhlášen s platností do doby, než se ČR připojí k eurozóně.

Plnění inflačního cíle se v roce 2005 znovu spíše nedařilo. Prvních 8 měsíců tohoto roku se inflace pohybovala na nižší úrovni, než byla dolní hranice inflačního cíleného pásma. Až v posledních měsících se inflace pohybovala na úrovni dolní hranice cíleného pásma.

Tabulka 14: Vývoj prognózovaných a skutečných veličin v letech roce 2005

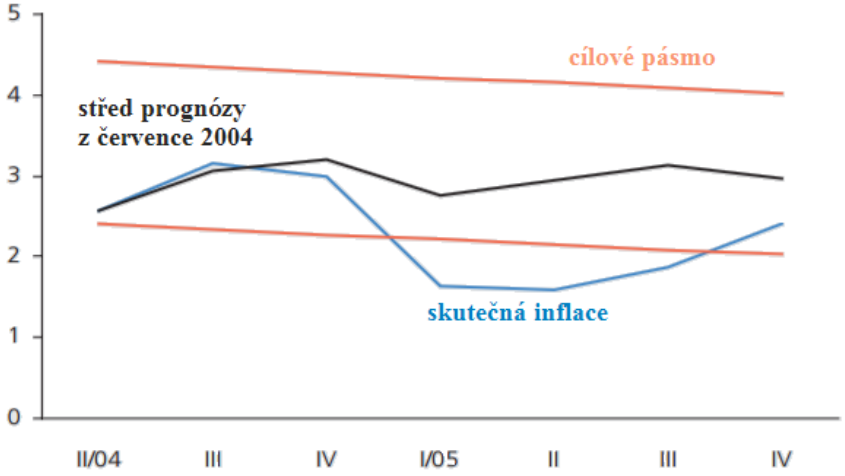
		III/04	IV/04	I/05	II/05	III/05	IV/05
3M PRIBOR	prognóza	2,4	2,6	2,8	3,1	3,4	3,8
(v %)	skutečnost	2,6	2,6	2,3	1,9	1,8	2,1
Kurz CZK/EUR	prognóza	31,8	31,8	31,7	31,6	31,4	31,1
(úroveň)	skutečnost	31,6	31,1	30,0	30,1	29,7	29,3
HDP	prognóza	4,2	4,3	4,0	4,2	4,1	4,7
(reálný, mzr. změny)	skutečnost	4,9	5,0	5,0	5,2	4,9	-
Mezera výstupu	prognóza	-0,6	-0,2	0,2	0,5	0,7	0,9
(v % HDP)	skutečnost [a)]	-1,1	-0,8	-0,5	-0,4	-0,3	-0,1

a) odhad na základě prognózy ČNB z ledna 2006

Zdroj: ČNB

V tabulce 14 je přehled skutečného a předpokládaného vývoje veličin, které se podílejí na inflačním vývoji. Nižší fiskální impuls a nižší zahraniční poptávka vedly k pomalejšímu uzavírání mezery výstupu, než které předpokládala červencová prognóza ČNB. Tento vývoj společně s nižšími cenami potravin, které byly způsobeny nadprůměrnou sklizní v letech 2004 a 2005 (ČNB, 2006) a rychlejším posilováním korunového kurzu vůči euru, než bylo předpokládáno, vedl k nižší inflaci na konci roku 2005, než bylo prognózováno. Centrální banka tyto protiinflační rizika vnímala spíše jako nedostatečně silná pro odklonění měnové politiky od doporučení, které poskytovala inflační prognóza, nicméně dle vývoje skutečné inflace měla být měnová politika spíše uvolněnější.

Graf 26: Vývoj prognózované a skutečné inflace v roce 2005



Zdroj: ČNB

V roce 2005 centrální banka využívala k ovlivnění inflace své nástroje znovu v podobě úrokových sazeb. Ty na začátku roku a postupně do dubna snižovala a vytvářela tím uvolněnou měnovou politiku. Na konci října své úrokové sazby znovu zvýšila, čímž trhu dala najevo, že se monetární politika znovu o něco zpřísňuje.

Tabulka 15: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2005

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
28.1.	2,25	1,25	3,25		
1.4.	2,00	1,00	3,00		
29.4.	1,75	0,75	2,75		
31.10.	2,00	1,00	3,00		

Zdroj: ČNB

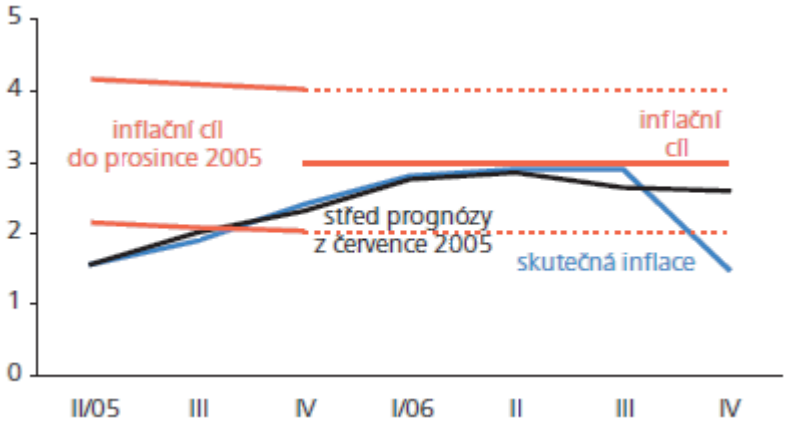
5.3 Vývoj měnové politiky v cílování bodové inflace

Rokem 2006 počínaje Česká národní banka začala cílit bodový cíl inflace ve výši 3 %. ČNB usiluje o to, aby se skutečná inflace pohybovala maximálně v rozmezí jednoho procentního bodu v obou směrech bodového cíle.

Mezera mezních reálných nákladů v průběhu celého roku 2005 zůstala v záporných hodnotách, tudíž její působení bylo protiinflační. Toto působení postupem

času oslabovalo, až ve druhé polovině roku 2006 došlo k uzavření této mezery (ČNB, 2007). S působením dalších exogenních podmínek v podobě inflačních tlaků odchýlilo skutečnou inflaci od té prognózované mimo cílené pásmo.

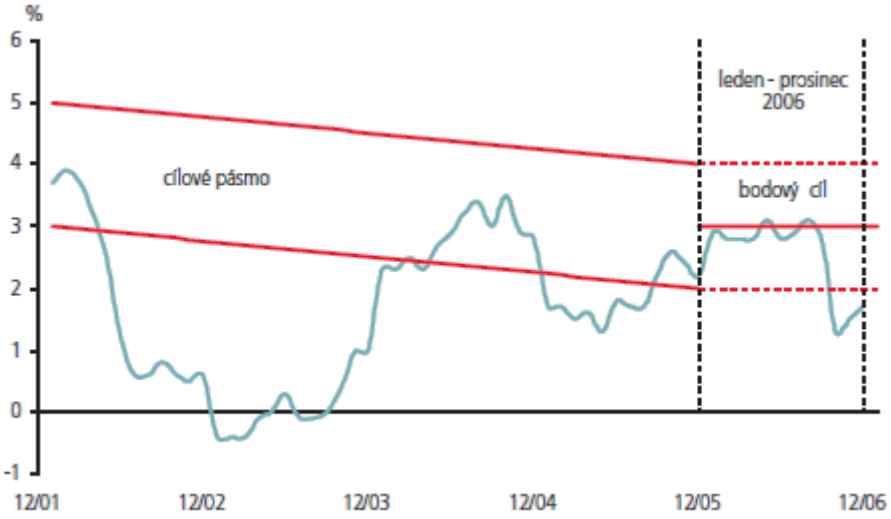
Graf 27: Vývoj prognózované a skutečné inflace v roce 2006



Zdroj: ČNB

Skutečná inflace se polovinu roku 2006 držela inflačního cíle, v říjnu se ale dostala na hodnotu 1,3 % a poté se pouze velmi pozvolna zvyšovala. Na konci roku tedy inflační cíl ČNB nebyl znovu dodržen.

Graf 28: Plnění inflačního cíle v roce 2006



Zdroj: ČNB

Vycházející ze své inflační prognózy ČNB zvýšila své úrokové sazby v roce 2006 pouze dvakrát a to v červenci a v září. Celkové zvýšení za tento rok bylo o 0,5 %. Tento růst si dle ČNB vyžádalo právě udržení inflace v blízkosti bodového cíle (ČNB, 2006).

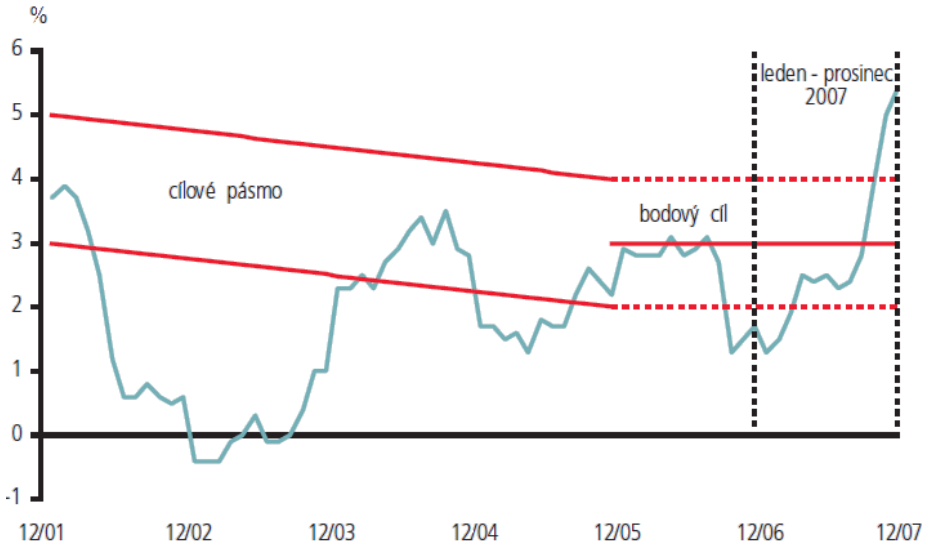
Tabulka 16: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2006

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
28.7.	2,25	1,25	3,25		
29.9.	2,50	1,50	3,50		

Zdroj: ČNB

V roce 2007 se inflace znovu začala zvyšovat a přibližovat se inflačnímu cíli. Zvýšení inflace na konci roku bylo přiřazováno souběhu řadě jednorázových faktorů, které měly odeznít na přelomu roku 2008 a roku 2009, kdy se hodnota inflace vrátí do pásma, které odpovídá inflačním cílům ČNB (ČNB, 2007).

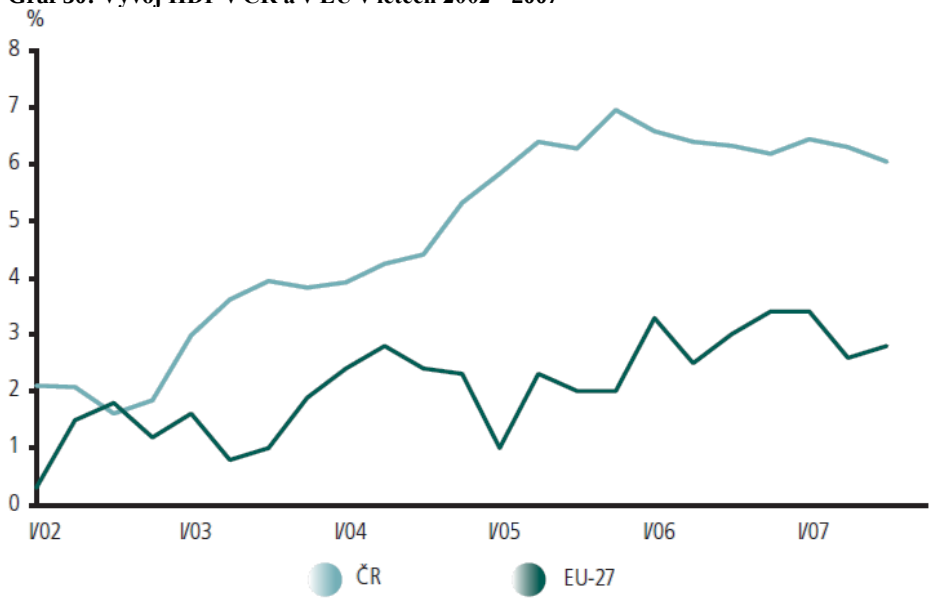
Graf 29: Plnění inflačního cíle v roce 2007



Zdroj: ČNB

Česká ekonomika si i nadále v roce 2007 udržovala růst a to na úrovni přibližně 6 %. Z uvedeného grafu 30 je znatelné, že česká ekonomika rostla mnohem rychleji v posledních pěti letech než Evropská unie. Reálná ekonomika působila nad svým potenciálem a tudíž také proinflačním směrem.

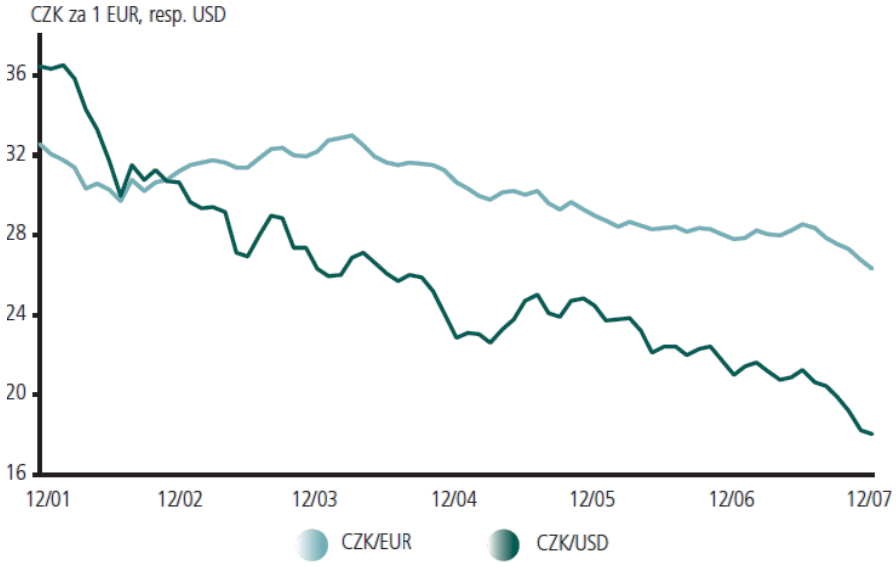
Graf 30: Vývoj HDP v ČR a v EU v letech 2002 - 2007



Zdroj: ČNB

Světová ekonomika již v tomto období zažívala nárazové turbulence a tlaky, které působily mimo jiné i na kurz koruny. V následujícím grafu je vývoj kurzu koruny vůči EUR a USD. Nominální kurz koruny obzvláště v závěrečných měsících roku 2007 silně posiloval a převážně zpevňoval vůči americkému dolaru. Silnější kurz působil na ceny dovážených statků směrem dolů a tím byly tlumeny inflační tlaky. ČNB ale nijak na devizovém trhu neintervenovala.

Graf 31: Vývoj kurzu koruny vůči EUR a USD v letech 2002 - 2007



Zdroj: ČNB

Prognózy měnové politiky z roku 2007 naznačovaly růst inflace, proto se ČNB rozhodla postupně zvyšovat své úrokové sazby. Zvýšení o 1 % se dostalo všem sazbám postupně ve čtyřech krocích. Výsledné sazby na konci roku byly tedy 3,50 % 2T repo sazba, 2,50 % diskontní sazba a 4,50 % sazba lombardní.

Tabulka 17: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2007

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
1.6.	2,75	1,75	3,75		
27.7.	3,00	2,00	4,00		
31.8.	3,25	2,25	4,25		
30.11.	3,50	2,50	4,50		

Zdroj: ČNB

V tomto roce ČNB přijala také nový cíl, který byl platný od ledna roku 2010. Tento nový inflační cíl byla stanoven jako *„meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 2 % (s tolerančním pásmem ± 1%).“* [25] Od roku 2006 platí inflační cíl ve výši 3 %, který byl vyhlášen s platností až do přijetí eura. Přijetí eura se předpokládalo v horizontu roku 2010, které bylo v roce 2006 přehodnoceno a nebylo prozatím možné stanovit přesné datum přijetí.[26] Toto odsunutí vstupu ČR do eurozóny poskytlo nové možnosti pro přeformulování měnové politiky, která byla laděná stále v rámci transformující se ekonomiky, která by měla přistoupit co nejdříve k eurozóně. ČNB změnou inflačního cíle získala možnost být více transparentní. Součástí těchto změn bylo i omezení měnověpolitických jednání bankovní rady na osm zasedání ročně a jmenovité hlasování o nastavení úrokových sazeb členů bankovní rady (ČNB, 2007).

5.4 Vývoj měnové politiky v období světové ekonomické krize

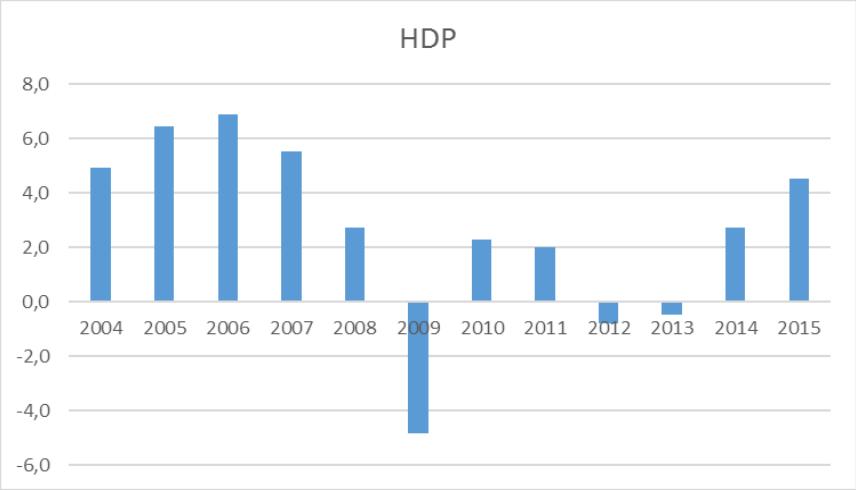
Hlavním rysem roku 2008 byla akcelerující světová hospodářská a finanční krize, která se přes různé transmisní kanály projevila i v domácí ekonomice České republiky.

[25]Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky [online]. Česká národní banka, 2007 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_cnb_2010.pdf

[26] Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou [online]. Česká národní banka, Ministerstvo financí ČR, 2006 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/sladenost2006_cz.pdf

Z následujícího grafu je zřetelné klesající tempo růstu HDP, které již započalo roku 2007. Jedním z hlavních důvodů je zajisté zmiňovaná světová krize, jejíž příznaky se začínaly projevovat již v roce 2007 a propukla koncem roku 2008. Důsledkem této krize byl propad zahraniční poptávky, který se projevil klesající tendencí hospodářského růstu i v České republice. Ruku v ruce se zpomalováním růstu HDP rostla i míra nezaměstnanosti, která ale byla stále na nižší pozici než v zemích EU.

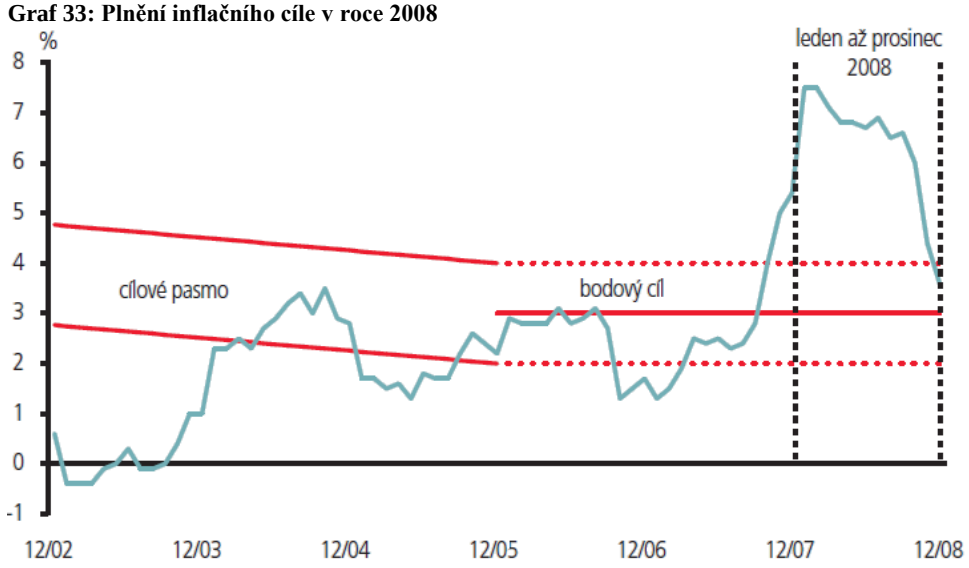
Graf 32: Vývoj růstu HDP v letech 2004 - 2015



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Inflace se vyvíjela dle prognóz ČNB, které predikovaly její zvýšení nad inflační pásmo, ale ke konci roku bude její snížení právě do horní hranice cíleného pásma. K udržení inflace kolem stanoveného bodového cíle 3 % nicméně vyžadovalo pozvolnou úpravu úrokových sazeb a poté jejich stabilizaci. Měnová politika se snažila cílit na svůj budoucí bodový cíl, který byl od roku 2010 na úrovni 2 %.

Graf 33: Plnění inflačního cíle v roce 2008



Zdroj: ČNB

Z prognóz na začátku roku a s vysokou hodnotou inflace se ČNB rozhodla ukotvit inflační očekávání zvýšením úrokových sazeb o 0,25 %. S nástupem světové ekonomické krize začínala hrozit protiinflační rizika, která byla doprovázena silnějším kurzem koruny a poklesem růstu HDP. Měnová politika snížila úrokové sazby o 1, 25 %, což je vcelku skokové snížení oproti předcházejícím letem a pro finanční trh to bylo překvapením. Očekávalo se snížení úrokových sazeb, ale ne v takovémto množství.

Tabulka 18: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2008

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
8.2.2008	3,75	2,75	4,75		
8.8.2008	3,50	2,50	4,50		
7.11.2008	2,75	1,75	3,75		
18.12.2008	2,25	1,25	3,25		

Zdroj: ČNB

V roce 2009 světová finanční a ekonomická krize propukla naplno. Vývoj růstu domácího HDP se dostal do záporných čísel a vývoj na pracovním trhu se nadále zhoršoval. ČNB předpokládala, že se zvýšená inflace v roce 2008 vrátí do cíleného pásma po vypršení jednorázových faktorů a také tomu přizpůsobila své nástroje měnové politiky. V důsledku světové krize i jiných dílčích faktorů inflace v roce 2009 stále

klesala, až ve čtvrtém čtvrtletí dosáhla záporných hodnot. Podle svých prognóz ČNB vyhlašovala snižování úrokových sazeb v celku čtyřikrát za tento rok. Celkové snížení proběhlo až na úroveň 1 % 2T repo sazby, 0,25 % diskontní sazby a 2 % sazby lombardní.

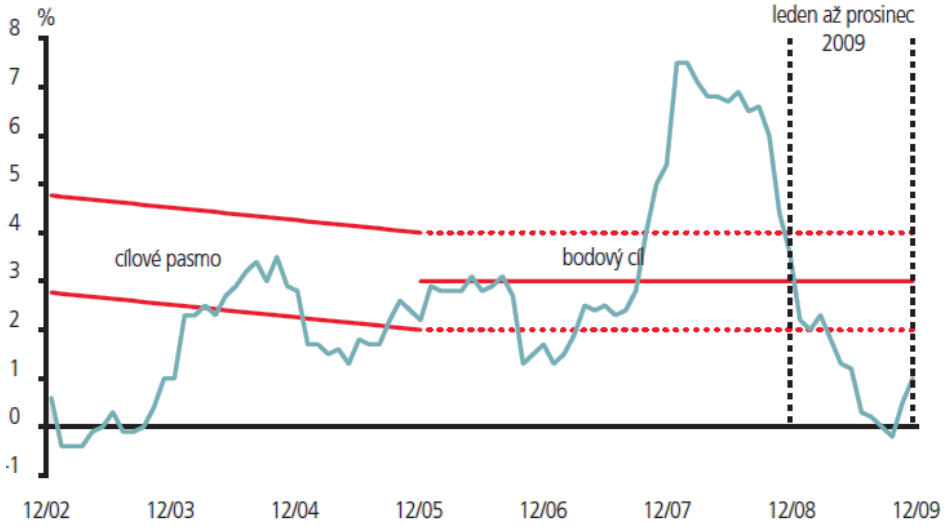
Tabulka 19: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2009

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
6.2.2009	1,75	0,75	2,75		
11.5.2009	1,50	0,50	2,50		
7.8.2009	1,25	0,25	2,25		
17.12.2009	1,00	0,25	2,00		

Zdroj: ČNB

V rámci splnění inflačního cíle Česká národní banka znovu selhala. Rozhodně se však nedá říci, že by ČNB selhala v podpoře české ekonomiky, jelikož takto závažná krize malé otevřené ekonomice, jako je ta česká, rozhodně mohla ublížit více.

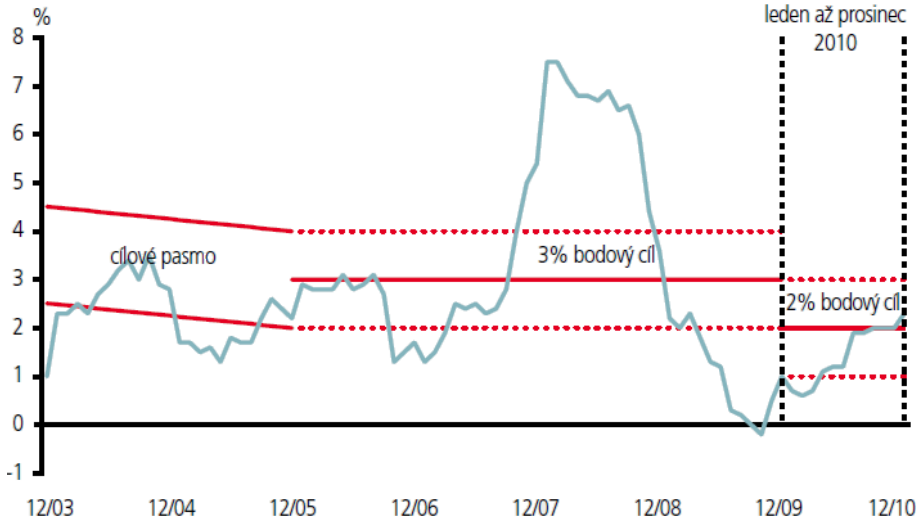
Graf 34: Plnění inflačního cíle v rocec 2009



Zdroj: ČNB

V roce 2010 začalo platit nové inflační pásmo jako cíl ČNB. Pásmo bylo v rozmezí 1 – 3 %, cílený byl bod 2 %. Tento rok se stále nesl ve znamení světové ekonomické krize, avšak ekonomika začala znovu oživovat. Na rozdíl od předešlého roku rostla třetinovým tempem než v době před krizí.

Graf 35: Plnění inflačního cíle v roce 2010



Zdroj: ČNB

Inflace se znovu v průběhu roku zvyšovala pozvolnějším tempem a ke konci roku se již pohybovala na úrovni bodového cíle 2 %. Její vývoj na nízkých hodnotách měnové politice umožnil další snížení úrokových sazeb. ČNB v roce 2010 naplnila svůj cíl měnové politiky, bohužel jedná se o jeden z mála roků, kdy se jí to povedlo. S přihlédnutím na zotavování ekonomiky ze světové krize a nestabilní světové poptávky je to velmi zdařilý progres. V souladu s inflační prognózou, která naznačovala vývoj inflace vyrovnaně v rozmezí inflačního cíle, ČNB snížila své úrokové sazby pouze jednou a to dne 7. května. 2T repo sazba se snížila na hodnotu 0,75 %, diskontní sazba na hodnotu 0,25 % a lombardní sazba na 1, 75 %. Měnová politika se tedy stále stávala uvolněnější a uvolněnější. Tyto úrokové sazby jako nástroj měnové politiky ČNB vyčerpala v roce 2012, kdy 2T repo sazba klesla na technickou nulu.

Tabulka 20: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2010

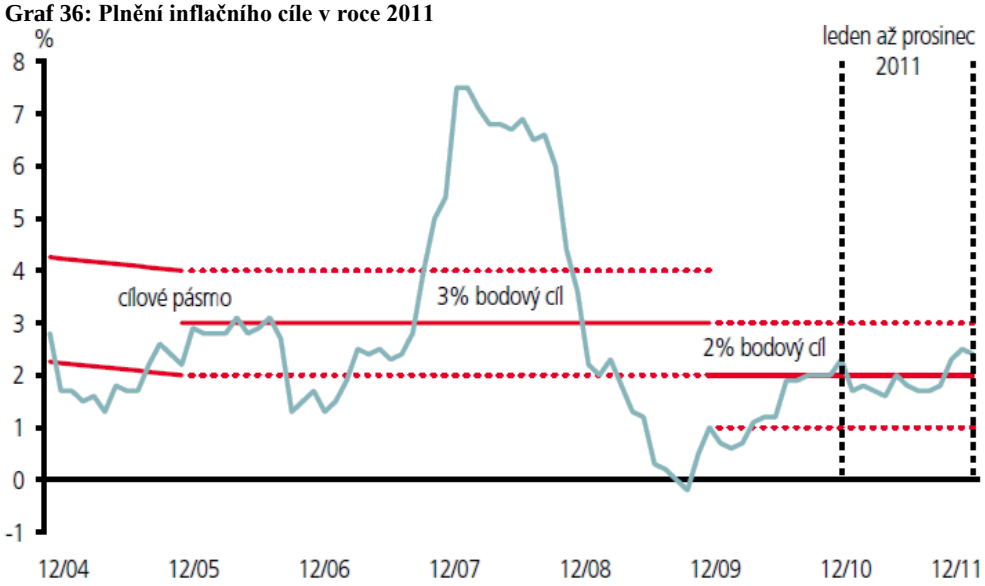
	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
7.5.2010	0,75	0,25	1,75		

Zdroj: ČNB

Rok 2011 lze vyjádřit z pohledu měnové politiky jako rok, kdy se inflace udržela v cílovém pásmu po celý rok a po většinu roku se nacházela poblíž inflačního cíle 2 %.

Zvýšení inflace nad hodnotu tohoto cíle na konci roku bylo převážně způsobeno promítnutím plánované zvýšení snížené sazby DPH od 1. ledna roku 2012 na 14 %.[27] ČNB nijak úrokové sazby neměnila, jelikož na dopad změn sazeb DPH byla uvalena výjimka z pohledu ovlivnění reagování ČNB na vývoj inflace (ČNB, 2011).

Graf 36: Plnění inflačního cíle v roce 2011

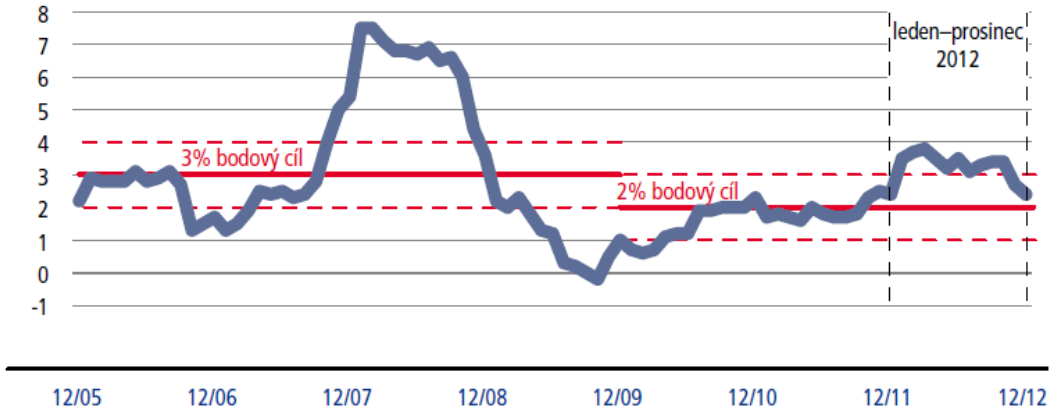


Zdroj: ČNB

Na počátku roku 2012 lze vývoj české ekonomiky charakterizovat skokovým zvýšením inflace, která se po většinu roku pohybovala mimo cílené pásmo. Příčinou tohoto zvýšení je jednak zvýšení sazby DPH na začátku roku, ale také růst světových cen. Výkon domácí ekonomiky nicméně působil proti růstu cen, jelikož HDP začalo meziročně znovu klesat, snižovala se spotřeba domácností i vlády a byl prodělán útlum investic do zásob (ČNB, 2012). Inflace ke konci roku 2012 začala znovu klesat a přiblížila se k úrovni cílené inflace.

[27]Zákon č. 235/2004 Sb., Zákon o DPH

Graf 37: Plnění inflačního cíle v roce 2012



Zdroj: ČNB

Zatímco prognóza na začátku roku predikovala mírné snížení úrokových sazeb, další prognózy v roce 2012 ukazovaly na potřebu snížení úrokových sazeb, které měly vypomoci udržet cíl měnové politiky. Centrální banka se proto rozhodla snížit své úrokové sazby, a to hned na třikrát. Poslední snížení provedla dne 2. listopadu a své úrokové sazby tak snížila na tzv. technickou nulu.

Tabulka 21: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2012

	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)	Povinné minimální rezervy z primárních vkladů (%)	
Stav k				bank	stavebních spořitelen a ČMZRB
29.6.2012	0,50	0,25	1,50		
1.10.2012	0,25	0,10	0,75		
2.11.2012	**0,05***	**0,05***	**0,25***		

Zdroj: ČNB

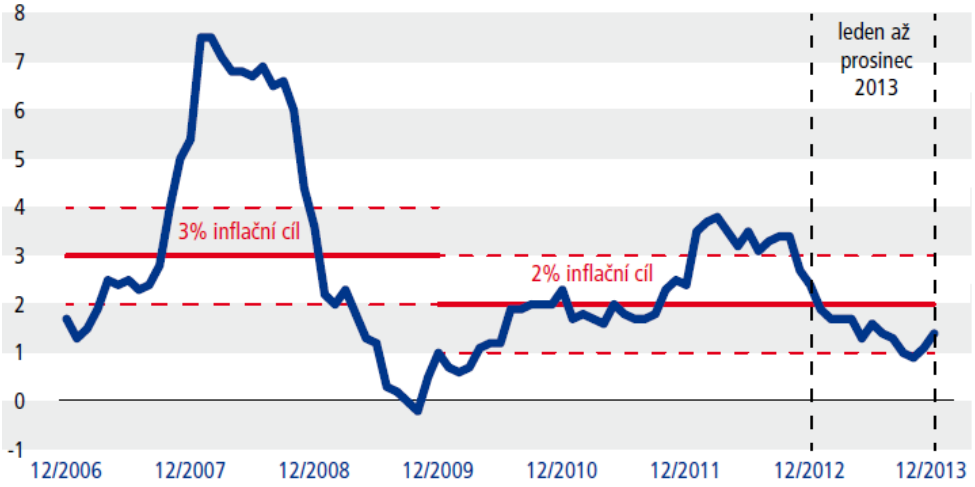
Dvou týdenní repo sazba se sazbou diskontní byly sníženy na hodnotu 0,05 % a lombardní sazba na hodnotu 0,25 %. Tyto sazby zůstaly na takovéto úrovni až do současnosti. Sazby budou udržovány na této „nulové“ úrovni dokud nenastane výrazný nárůst inflačních tlaků. Tímto projevem skončilo uvolňování měnové politiky, které započalo roku 2008. Novým nástrojem pro měnovou politiku je od roku 2013 měnový kurz, resp. devizové intervence, kterými bude ČNB oslabovat měnový kurz.

6 Měnový kurz jako nástroj měnové politiky

S poklesem úrokových sazeb ČNB na technickou nulu centrální banka oznámila, že je připravena využít i měnový kurz jako nový nástroj měnové politiky. Již toto samotné prohlášení vedlo k oslabení měnové kurzu koruny a jeho následnému stabilizovaní, což pomohlo zbrzdit dezinflační tendence české ekonomiky.

Průběh roku 2013 prokázal, že hospodářská recese, která zmítala českou ekonomikou, odeznívá velmi pozvolna. Inflace na začátku roku klesla pod inflační cíl 2 % a nadále v průběhu roku klesala až na úroveň 1 %.

Graf 38: Plnění inflačního cíle v roce 2013

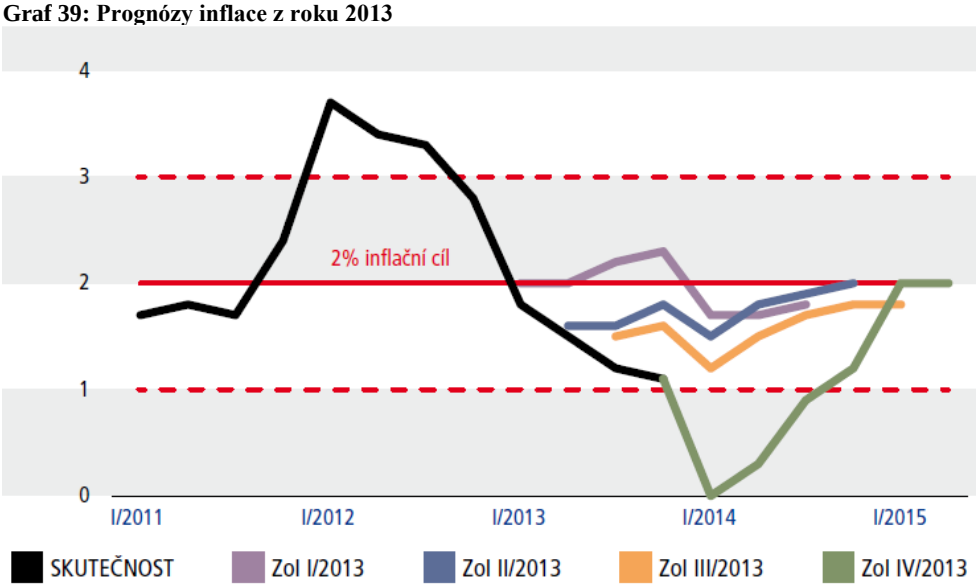


Zdroj: ČNB

Z prognóz v druhé polovině roku bylo velmi zjevné, že inflace bude dále propadat společně i s ekonomickým růstem České republiky. Vývoj prognóz naznačoval, že pokud by měnová politika zůstala nečinná, hrozil by tak pád ekonomiky do deflace, což by znamenalo trvalejší pokles cenové hladiny a česká ekonomika by se mohla ocitnout v tzv. deflační spirále.[28]

[28] Deflační spirála je situace v období ekonomické krize, kdy klesají ceny a ekonomická aktivita z důvodu nedostatečné poptávky. Utlumená poptávka vede ke snižování výroby, cen, zisků, mezd, zaměstnanosti i vybraných daní, v reakci na to klesají investice, spotřeba i vládní výdaje, čímž se prohlubuje pokles poptávky. S tím jak ceny klesají, mají navíc spotřebitelé i firmy tendenci z racionálních důvodů odkládat některé nákupy (zejména dražších a dlouhodobějších statků) v očekávání dalšího poklesu cen a zvyšují tak svou míru úspor. Pokud však deflace trvá delší dobu, jsou jejich úspory nižší, než kdyby ekonomika nebyla deflační recesí postižena. Kvůli nízké poptávce jsou mnohé podnikatelské projekty ztrátové. Splátky dluhů, jejichž nominální hodnota není poklesem cen dotčena, se s klesajícími příjmy firem i domácností stávají tíživějšími a do problémů s finanční stabilitou se nakonec mohou dostat i banky, které úvěry poskytly. Ekonomika se dostává do spirály mířící stále k většímu ekonomickému poklesu. (ČNB)

Graf 39: Prognózy inflace z roku 2013



Zdroj: ČNB

Společně se snížením úrokových sazeb v zahraničí se centrální banka jednoznačně utvrdila v tom, že je potřebné měnovou politiku znovu uvolnit, a tak dne 7. listopadu 2013 bankovní rada rozhodla o využití měnového kurzu jako svého nástroje pro provádění měnové politiky. Cílem tohoto nového nástroje bylo intervenovat na devizovém trhu tak, aby kurz koruny se pohyboval kolem hodnoty 27 CZK/EUR.[29]

Ihned po tomto oznámení měnový kurz oslabil téměř k hranici 27 korun za euro, které bylo samovolně způsobené bez větších intervencí ČNB.

Graf 40: Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2007 - 2013



Zdroj: ČNB

[29] Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 7. listopadu 2013 [online]. Česká národní banka, 2013 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/cmom_131107.html

Oslabení měnového kurzu vede ke zvýšení cenové konkurenceschopnosti domácích výrobců. Současně s tím oslabení kurzu podpoří i poptávku po domácím zboží, jelikož importované zboží zdraží. Tento argument zní trochu prvoplánově, jelikož ekonomický spotřebitel není plně racionální, aby se rozhodoval pouze na základě ceny.

Celkový přínos tohoto měnového opatření je tedy (dle ekonomické teorie) již zvýšená podpora domácí produkce, s čímž jsou spojené vyšší výnosy pro firmy, vyšší platy pro zaměstnance a také vyšší příjmy do státního rozpočtu. Současně je zachována nízká inflace, která sice po oslabení měnového kurzu vzrostla, ale stále se drží na úrovni nižší, než je inflační cíl 2 %.

Toto rozhodnutí měnové politiky vyvolalo kritiku z řad ekonomů i odborné veřejnosti. Jedním z upozornění na prováděné intervence je jejich cyklický charakter. Podpora domácích výrobců je pouze krátkodobá a nemá strukturální charakter, který by česká ekonomika potřebovala spíše (viz např. Dyba, 2015; Vejmělek, 2014).

Na vztah mezi deflací a depresí se zaměřila studie A. Atkesona a P. J. Kehoa (2004). V jejich studii zkoumají provázanost mezi depresí a deflací v rámci dat za posledních sto let a ze sedmnácti zemí. Jejich zajímavý závěr uvádí, že jediná „hmatatelná“ vazba mezi deflací a depresí je pouze ve Velká hospodářské krizi z roku 1929. Ve zbylých případech tato vazba není potvrzena. V rámci rozhodování o hospodářské politice se tak poukazuje převážně pouze na historické dopady deflace ve Velké hospodářské krizi, která však je jednou z mála prokázaných provázaností deflace a deprese.

Další autoři jako např. Mašát (Brůna et al., 2015) poukazují na slabá místa v procesu rozhodování centrální banky. Mašát kritizuje přesnost modelu, jeho vliv na reálné veličiny, vliv na finanční trhy a také na reálnou reputaci a čitelnost centrální banky, kde kritizuje přestřelování inflačních cílů.

S přihlédnutím k dalším autorům lze jejich názory shrnout sice jako kritické, ale ne přímo kritické měnové politice jako takové. Zásah do měnového kurzu, který se v posledních letech vyvíjel vcelku bez významné volatility, je považován za nešťastné rozhodnutí, které spíše povede k prohloubení vnitřní nerovnováhy.

V roce 2014 se kurz koruny vůči euru pohyboval v rozmezí 27,50 – 28, bez potřeby zasahovat centrální bankou k dodržení svého kurzového závazku.

Graf 41: Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v letech 2008 - 2014

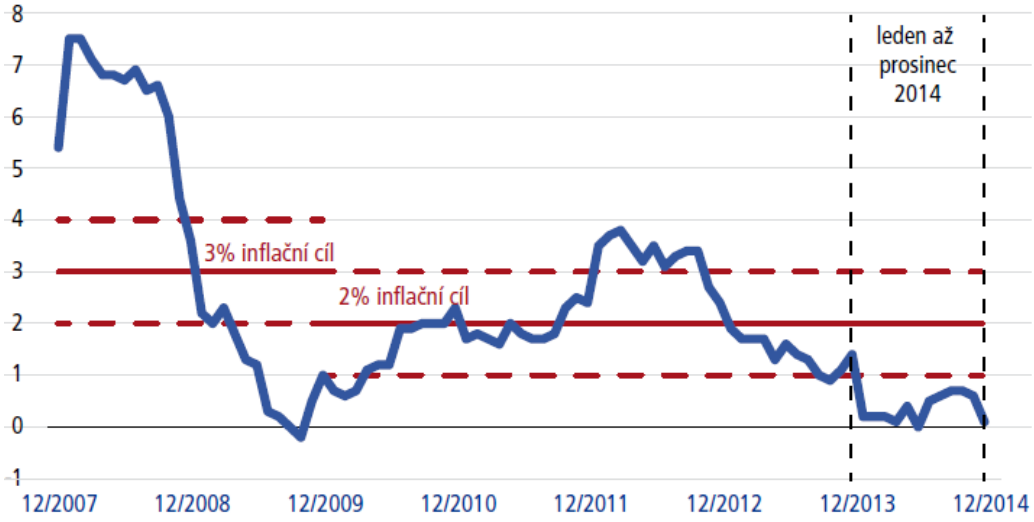


Zdroj: ČNB

Česká ekonomika znovu začala růst a to o 2 %. K oživení ekonomiky přispěl také oslabený měnový kurz a oživování zahraniční poptávky po její dlouhé stagnaci. Inflace na začátku roku prudce klesla a nacházela se velmi hluboko pod inflačním cílem 2 %. Dle ČNB (2014) je tento pokles hlavním důsledkem odeznění změn DPH, které proběhly rok minulý. Centrální banka nicméně znovu nedodržela svůj hlavní cíl pro stabilizaci měny prostřednictvím inflačního cíle 2 %, když se soustředila pouze na obhájení svého rozhodnutí intervencí na devizovém trhu.

Dopady oslabení kurzu jsou viditelné v oživení české ekonomiky, ale vnější ekonomické faktory působící na tuzemskou ekonomiku nelze vyloučit a přiřadit tak kurzovým intervencím plnou zásluhu za tento růst.

Graf 42: Plnění inflačního cíle v roce 2014



Zdroj: ČNB

V rámci prognóz roku 2014 bylo dle ČNB znovu potřebné měnovou politiku uvolňovat a v režimu používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky bylo uvolnění možné pouze prodloužením kurzového závazku, či jeho zvýšením. ČNB tak na začátku roku 2015 přistoupila k prodloužení inflačního závazku až do konce roku 2016.

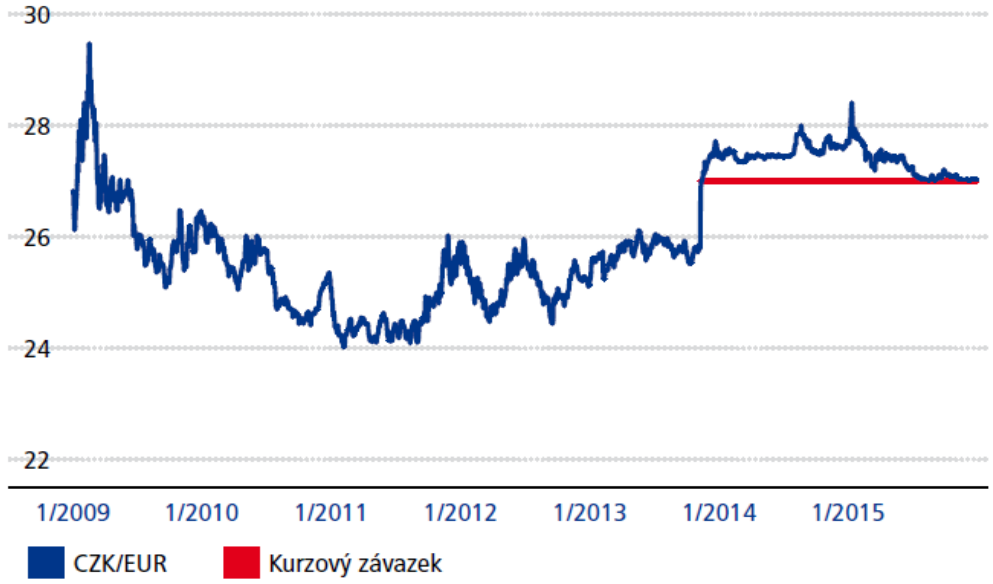
Vývoj HDP byl v roce 2015 znovu rostoucí o více než 4 %. K rostoucímu vývoji ekonomiky nepochybně přispívaly nízké úrokové sazby, které byly způsobeny technickou nulou 2T repo sazby a také oslabený kurz koruny. K růstu přispěly významně také vládní investice, které však byly způsobené spíše jednorázovými výdaji (ČSÚ, 2016).

V souladu s nastavenými úrokovými sazbami na technické nule byl stále jako nástroj měnové politiky využíván měnový kurz. V prvním pololetí roku 2015 se kurz koruny vůči euru pohyboval mírně nad kurzovým závazkem 27 CZK/EUR. V druhé polovině roku kurz začal posilovat a dostal se na hladinu 27 CZK/EUR, pro udržení kurzu na této hranici ČNB začala automaticky intervenovat na devizovém trhu v podobě nakupování eur v objemu 8,998 mld. EUR (ČNB, 2015).

Z počátku roku 2015 bankovní rada rozhodla o prodloužení intervencí do konce roku 2016, avšak v únoru roku 2016 se rozhodla, že intervence nebudou ukončeny dříve, než v roce 2017.[30]

[30] Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 4. února 2016 [online]. Praha: Česká národní banka, 2016 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/cmom_160204.html

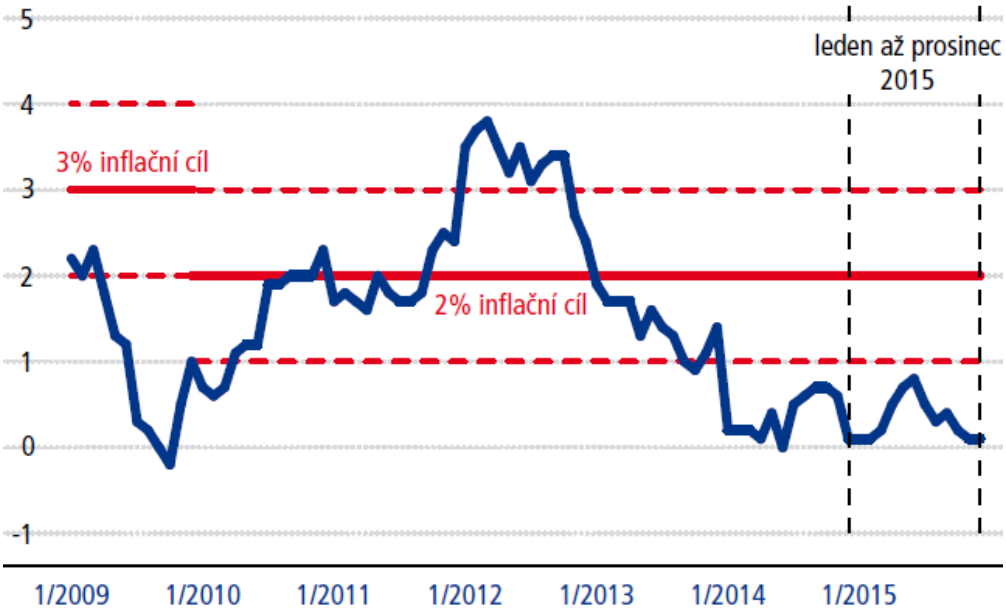
Graf 43: Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v letech 2009 - 2015



Zdroj: ČNB

Vývoj inflace v roce 2015 byl znovu po celý rok pod inflačním cílem. Dokonce se pohyboval i pod hranicí tolerančního pásma, které je 1 %. V průběhu druhého čtvrtletí byly meziroční růst cen opět vystřídán jeho poklesem v poslední čtvrtletí. K těmto propadům nejvíce přispíval velmi zřetelný propad cen ropy, což ovlivnilo meziroční pokles cen pohonných hmot.

Graf 44: Plnění inflačního cíle v roce 2015

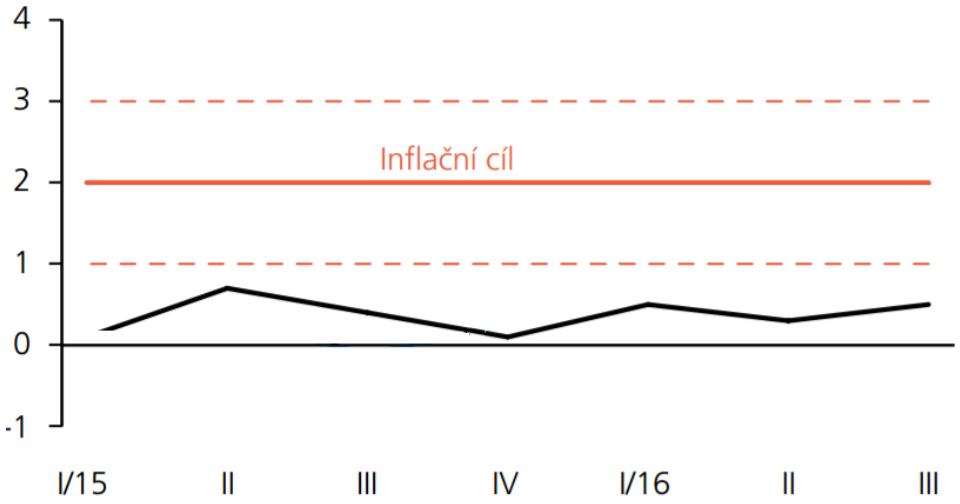


Zdroj: ČNB

Inflační vývoj napovídá, že pro udržení, resp. pro zvýšení inflace na cíl 2 % je za potřebí nadále měnovou politiku uvolňovat. Intervence na devizovém trhu nicméně nepřinášejí požadovaný výsledek inflace v hodnotě 2 %, která se nepohybuje ani v tolerančním pásmu. Otázkou zůstává, jak by se inflace vyvíjela, kdyby centrální banka nepřistoupila k využití měnového kurzu jako nástroje pro měnovou politiku. Potvrdily by se její obavy z deflační pasti či naopak by koruna posilovala a vytvářela by tak silnější a stabilnější ekonomiku.

V roce 2016 byla inflace znovu mimo svůj cíl. Měnový kurz se pohyboval v blízkosti hodnoty 27 CZK/EUR. Tento měnový nástroj však odvrátil deflační tlaky, které prožívala ekonomika v době jeho přijetí, ale nyní můžeme s jistotou říci, že pro zajištění návratu skutečné inflace na cíl je nedostatečný. Umělé oslabení koruny je pouze dočasné řešení, které dopomáhá návratu růstu ekonomiky na předkrizovou situaci. Poskytuje čas navíc především pro strukturální reformy, které v nynější situaci česká ekonomika potřebuje.

Graf 45: Vývoj inflace v roce 2016



Zdroj: ČNB

S dalším pokračováním intervencí na devizovém trhu se můžeme dočkat i narůstajících problémů, které mohou nastat po zrušení intervencí. Tyto problémy je možné sledovat na příkladu Švýcarské národní banky, která ovlivňovala kurz franku od

roku 2011 do 15. ledna roku 2015 a to na úrovni 1,2 CHF/EUR.[31] Následujícího dne po ohlášení zrušení intervencí se kurz vůči euru propadl až na 0,85 CHF/EUR.[32]

[31] Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to –0.75% [online]. Zurich: Swiss national bank, 2015 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf
[32] Why the Swiss unpegged the franc [online]. The Economist, 2015 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/01/economist-explains-13

Závěr

Měnová politika České národní banky za celé období její existence a působení je téma velmi obsáhlé a uchopitelné z mnoha směrů. Práce se věnuje dopadům měnové politiky na české hospodářství a orientuje se na plnění cílů, které si ČNB v rámci své měnové politiky stanovila a které se snažila a stále snaží dodržovat. Od roku 1993 do současnosti uplynulo mnoho let a proběhlo mnoho významných změn na poli měnové politiky a celkově v hospodářské politice a jejího vlivu na českou ekonomiku. Nejsilnější změnou byl přechod z režimu cílování peněžní zásoby, který byl prokládán režimem fixního měnového kurzu, na režim cílování inflace. Dalším milníkem je dle autorova názoru změna nástroje měnové politiky, která proběhla ke konci roku 2013.

V teoretické části bylo pro autora složitější uchopit strukturu práce, jelikož zvolené téma je i po teoretické části velmi rozsáhlé. Nejvíce prostoru připadlo ekonomickým školám a jejich teoriím, které se zabývaly předmětem peněz, měnové politiky a centrální banky. Velmi zajímavé je sledovat historii myšlenek, které byly aplikovány i v reálné ekonomice. Monetaristický přístup versus přístup Keynese a jeho následovníků a jejich další vývoj a prolínání. Vývoj pohledu na měnovou politiku a přiznání M. Friedmana, že cílení peněžní zásoby nakonec nebude to nejlepší řešení rozhodně ovlivňuje současné myšlení a způsob provádění měnové politiky.

Práce se v teoretické části v rámci režimů měnové politiky nejvíce zabývá cílováním inflace. Tento „novodobý“ režim byl poprvé zaveden na Novém Zélandu na počátku roku 1990 a poté se začal rozšiřovat mezi další centrální banky. Česká národní banka tento režim aplikuje od roku 1998.

V prvním oddílu praktické části se práce věnuje měnové politice v režimu cílování peněžní zásoby. Současně s tímto režimem centrální banka vyhlásila fixní kurz koruny s oscilačním pásmem ±0,5 %. Česká národní banka však z pohledu plnění cílů nebyla schopna plnit cíle stanovené v objemu peněz v ekonomice. Tempo růstu agregátu M2 bylo povětšinou vyšší, než ČNB plánovala. V rámci inflačních cílů, ty centrální banka převážně splňovala, jelikož inflace byla při přechodu ekonomiky na tržní velmi vysoká a poté se pohybovala mezi 8 – 10 %.

Velkým milníkem byla měnová krize v roce 1997. Z důvodu transformace ČR se prohlubovala její vnější i vnitřní ekonomická rovnováha, schodek platební bilance se stále snižoval, volná směnitelnost koruny přispěla k ještě většímu přílivu zahraničního

kapitálu a politická situace nebyla stabilní. Tyto a další exogenní faktory, společně s měnovou politikou přispěly k měnové krizi, která vyústila k opuštění fixního kurzu a nastolení kurzu řízeného floatingu. Společně s tímto rozhodnutím ČNB přestoupila na režim cílování inflace. V této krizové době ČNB postupovala dle autorova názoru vhodným způsobem, protože bylo potřebné rozhodovat se ad hoc. Utahování ekonomiky skrze úrokové sazby celou krizi postupně zmírňovalo. Z pohledu s časovým odstupem lze ale říci, že problémem nejspíše byla špatná komunikace aktérů hospodářské politiky a nestabilnost politického prostředí.

Další kapitolou, kterou se práce zabývá, je měnová politika v režimu cílování inflace. V tomto režimu měnová politika funguje až do současnosti. V prvních letech do konce roku 2001 centrální banka cílovala čistou inflaci. V roce zavedení tohoto režimu se centrální banka uvedla nesplněním svého cíle a to o více jak tři procentní body. Vývoj plnění cílů pokračoval ve stejném duchu až do roku 2001, kdy Česká národní banka poprvé splnila svůj inflační cíl.

Přechod z cílení čisté inflace na inflaci celkovou nastal od roku 2002, když ČNB cílovala pásmo 3 – 5 % od ledna roku 2002 postupně klesající do prosince roku 2005 na hodnotu 2 – 4 %. Ihned v roce 2002 centrální banka nesplnila cíl o významnou hodnotu a celková inflace se vyvíjela i v roce 2003 pod dolní hranicí cíleného pásma. Tento vývoj byl sledován centrální bankou v podobě stálého snižování úrokových sazeb, které se propsaly do tržních úrokových sazeb a ovlivnily tak částečně inflaci, která v roce 2004 po druhé byla v cíleném pásmu. Chybnou prognózou veličin a včasného neřešení situace či přemrštěnými reakcemi na určité tržní změny ČNB své inflační cíle spíše neplnila.

Od roku 2006 přešla centrální banka na cílení inflačního bodu 3 %, která však může udržovat v pásmu ± 1 %. Od roku 2010 je tento inflační bod 2 %, který se více přibližuje EU. Česká ekonomika na začátku nového tisíciletí rostla. Postupem času se však tento trend začal otáčet, jelikož začaly zaznívat první příznaky světové ekonomické krize, která přišla v roce 2008. Inflace v tomto roce vylétla až ke hranici 8 % a následující rok klesla skoro k nulovým hodnotám. Její cílení bylo pro ČNB spíše nereálné, proto se snažila ekonomickou krizi z pohledu malé otevřené ekonomiky zvládnout a její dopady alespoň tlumit.

Měnová politika se stávala uvolněnější a uvolněnější, dopady na inflaci a růst ekonomiky nebyly však plně znatelné. V roce 2012 ČNB snížila úrokové sazby na tzv. technickou nulu. Tento krok ČNB postavil před výzvu nového nástroje měnové politiky,

kterým centrální banka zvolila měnový kurz. Inflace klesala pod inflační cíl, ale stále se držela v tolerančním pásmu a tak ke konci roku 2013 začala ČNB intervenovat na devizovém trhu z důvodu udržení kurzu koruny vůči euru na hodnotě 27. Tento, pro velkou většinu veřejnosti podivný, krok však nepřinesl tížené výnosy, které ČNB avizovala. Dle autorova názoru argumentace obhajující tyto intervence je pojata pouze z omezeného úhlu pohledu a v důsledku intervence nepřinesly ani splnění inflačního cíle.

Velmi zajímavým tématem pro blízké roky v měnové politice bude přechod na nový režim měnové politiky, kterým může být např. cílování nominálního HDP. Toto téma rozhodně stojí za rozpracování a za výzkum, jelikož cílování inflace pomalu, ale jistě ustupuje ze svého výsluní.

Seznam tabulek a grafů

Grafy

Graf 1:Míra inflace v letech 1992-1997 34
Graf 2: Míra registrované nezaměstnanosti v ČR 36
Graf 3:Vývoj HDP v ČR 37
Graf 4: Vývoj ročního limitu pro nákup volných měn rezidenty 38
Graf 5: Vývoj salda běžného účtu a obchodní balance v poměru k HDP 39
Graf 6: Vývoj devizových rezerv ČNB 1993 - 1995 40
Graf 7: Meziroční změny růstu 41
Graf 8: Vývoj M2 za rok 1995 42
Graf 9: Meziroční přírůstky M2 v roce 1996 44
Graf 10: Vývoj devizových rezerv ČNB za rok 1997 48
Graf 11: Vývoj úrokových sazeb ČNB v roce 1998 51
Graf 12: Průměrná roční míra inflace v letech 1994 - 2015 52
Graf 13: Vývoj čisté inflace od roku 1995 - 1999 53
Graf 14: Vývoj úrokových sazeb ČNB v roce 1999 55
Graf 15: Vývoj HDP v letech 1996 - 1999 55
Graf 16: Vývoj inflace v letech 1996 - 2001 56
Graf 17: Prognózy inflace z roku 2001 57
Graf 18: Vývoj inflace v letech 1999 - 2001 58
Graf 19: Vývoj měnového kurzu v letech 1999 - 2001 58
Graf 20: Vývoj čisté inflace v letech 2000 - 2001 59
Graf 21: Vývoj inflace v ČR a EU v letech 1995 - 2002 60
Graf 22: Vývoj devizových intervencí a kurzu CZK/EUR v roce 2002 60
Graf 23: Plnění inflačního cíle v roce 2002 62
Graf 24: Plnění inflačního cíle v roce 2003 62
Graf 25: Plnění inflačního cíle v roce 2004 64
Graf 26: Vývoj prognózované a skutečné inflace v roce 2005 66
Graf 27: Vývoj prognózované a skutečné inflace v roce 2006 67
Graf 28: Plnění inflačního cíle v roce 2006 67
Graf 29: Plnění inflačního cíle v roce 2007 68

Graf 30: Vývoj HDP v ČR a v EU v letech 2002 - 2007 69
Graf 31: Vývoj kurzu koruny vůči EUR a USD v letech 2002 - 2007 69
Graf 32: Vývoj růstu HDP v letech 2004 - 2015 71
Graf 33: Plnění inflačního cíle v roce 2008 72
Graf 34: Plnění inflačního cíle v rocec 2009 73
Graf 35: Plnění inflačního cíle v roce 2010 74
Graf 36: Plnění inflačního cíle v roce 2011 75
Graf 37: Plnění inflačního cíle v roce 2012 76
Graf 38: Plnění inflačního cíle v roce 2013 77
Graf 39: Prognózy inflace z roku 2013 78
Graf 40: Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2007 - 2013 78
Graf 41: Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v letech 2008 - 2014 80
Graf 42: Plnění inflačního cíle v roce 2014 81
Graf 43: Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v letech 2009 - 2015 82
Graf 44: Plnění inflačního cíle v roce 2015 82
Graf 45: Vývoj inflace v roce 2016 83

Tabulky

Tabulka 1: Měnově politické nástroje ČNB – změny v roce 1993 36
Tabulka 2: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1995 42
Tabulka 3: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1996 44
Tabulka 4: Vývoj ekonomických indikátorů v letech 1993 - 1998 45
Tabulka 5: Vývoj úrokových sazeb ČNB v roce 2015 47
Tabulka 6: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci 50
Tabulka 7: Vývoj makroekonomických veličin v průběhu roku 1998 51
Tabulka 8: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1998 52
Tabulka 9: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 1999 54
Tabulka 10: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2001 57
Tabulka 11: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2002 61
Tabulka 12: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2003 63
Tabulka 13: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2004 64
Tabulka 14: Vývoj prognózovaných a skutečných veličin v letech roce 2005 65

Tabulka 15: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2005 66
Tabulka 16: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2006 68
Tabulka 17: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2007 70
Tabulka 18: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2008 72
Tabulka 19: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2009 73
Tabulka 20: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2010 74
Tabulka 21: Měnověpolitické nástroje ČNB – změny v roce 2012 76

Obrázky

Obrázek 1: Monetaristický transmisní režim 35

Seznam použité literatury

Publikované zdroje

10 let cílování inflace 1998 - 2007. ČNB [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf

ATKESON, Andrew a Patrick J. KEHOE. *Deflation and Depression: Is There an Empirical Link?* [online]. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2004 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.minneapolisfed.org/research/sr/sr331.pdf

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

BERNANKE, Ben a Frederic MISHKIN. *Inflation Targeting: A New Framework For Monetary Policy?*. NBER Working Paper [online]. 1997 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.nber.org/papers/w5893.pdf

CIMBUREK, Jan a Pavel ŘEŽÁBEK. *Hotovost v oběhu: světové trendy a situace v České republice*. Politická ekonomie [online]. 2008, 56, 1-20 [cit. 2016-11-07]. DOI: https://doi.org/10.18267/j.polek.661. Dostupné z: https://www.vse.cz/polek/661

ČERNOHORSKÝ, Jan a TEPLÝ, Petr. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. 304 s. ISBN 978-80-247-3669-3.

Česká národní banka 1993-2003; Czech National Bank 1993-2003. Praha: Česká národní banka, [2003]. 39, 39 s. ISBN 80-239-1632-7.

DALZIEL, Paul. *New Zealand's Economic Reform Programme Was a Failure*. Journal of Political Economy [online]. 1999,1 – 19 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.566.1500&rep=rep1&type=pdf

DYBA, Karel. *Devizová intervence patří do arzenálu monetární politiky*. In: BRŮNA, Karel et al. Spor o měnovou politiku: v kontextu devizových intervencí. Vydání první. Praha: Institut Václava Klause, 2015. 132 stran. Publikace, č. 16/2015. ISBN 978-80-87806-93-7.

FRANKEL, Jeffrey. *The death of inflation targeting* [online]. In: . 2012 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting

HAYEK, Friedrich August von. *Soukromé peníze: potřebujeme centrální banku?*. Praha: Liberální institut, 1999. 164 s. ISBN 80-902701-1-5.

HOLMAN, Robert a kol. *Dějiny ekonomického myšlení*. 3. vyd. Praha: C.H. Beck, 2005. xxv, 539 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-380-9.

JANÁČKOVÁ, Stanislava. *Dilema české měnové politiky*. In: *Finance a úvěr* [online]. Praha: MFČR, 1996, 26 - 36 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/2169_199601sj.pdf

JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2004. 742 s. Finanční trhy a instituce. Finance. ISBN 80-247-0769-1., str. 375

KLAUS, Václav, Ivan KOČÁRNÍK, Karel DYBA et al. *Tři roky od měnové krize* [online]. Praha: CEP, 2000, 1 - 88 [cit. 2016-12-11]. ISBN 80-902795-3-8. Dostupné z: http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/sbornik05.pdf

KLAUS, Václav. *Tři roky po měnové krizi.* In: KLAUS, Václav, Ivan KOČÁRNÍK, Karel DYBA et al. *Tři roky od měnové krize* [online]. Praha: CEP, 2000, 1 - 88 [cit. 2016-12-11]. ISBN 80-902795-3-8. Dostupné z: http://www.cepin.cz/docs/dokumenty/sbornik05.pdf

KODEROVÁ, Jitka, SOJKA, Milan a HAVEL, Jan. *Teorie peněz*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2008. 251 s. ISBN 978-80-7357-359-1.

KORDA, Jan. *Komparace nového konsensu jako teoretického rámce cílování inflace s postkeynesovskou ekonomií*. Politická ekonomie [online]. 2008 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: https://www.vse.cz/polek/721

KVASNIČKA, Michal. *Cílování inflace: teorie a praxe*. Politická ekonomie [online]. 2000 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://econ.muni.cz/~qasar/papers/politicka_ekonomie_2000_5_647_659.pdf

KVASNIČKA, Michal. *Implikace Rakouské teorie cyklu pro strategie cílování inflace*. Národohospodářský obzor, Brno: ESF MU Brno, 2007, roč. 2007, č. 1, s. 15 -39. ISSN 1213 -2446.

KYDLAND, Finn a Edward PRESCOTT. *Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans*. Journal of Political Economy [online]. 1977, [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.jstor.org.zdroje.vse.cz/stable/1830193

LIN, Shu a Haichun YE. What to Target? Inflation or Exchange Rate. Southern Economic Journal [online]. 2012, , 1 - 21 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.jstor.org.zdroje.vse.cz/stable/pdf/41638849.pdf

MAŠÁT, Martin. *Prorocký syndrom prognostiků.* In: BRŮNA, Karel et al. Spor o měnovou politiku: v kontextu devizových intervencí. Vydání první. Praha: Institut Václava Klause, 2015. 132 stran. Publikace, č. 16/2015. ISBN 978-80-87806-93-7.

PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovnictví*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2004. Eupress. ISBN 80-867-5429-4

RICARDO, David. *Zásady politické ekonomie a zdanění*. Překlad Vladislav Pavlát. 1. vyd. Praha: Státní nakladatelství politické literatury, 1956.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.

SNOWDON, Brian a Howard VANE. *Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State* [online]. 2005, , 1 - 826 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: https://macroeconomiauca.files.wordpress.com/2012/05/snowdon-vane-modern_macroeconomics.pdf str. 413

ŠENKÝŘOVÁ, Bohuslava a kol. *Bankovnictví*. 1. vyd. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010. 253 s. ISBN 978-80-7408-029-6.

TAYLOR, John. *An Historical Analysis Of Monetary Policy Rules*. NBER Working Paper [online]. 1998 [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.nber.org/papers/w6768.pdf

VEJMĚLEK, Jan. *DOPAD INTERVENCE ČNB DO FINANČNÍCH TRHŮ*. Politická ekonomie [online]. Praha, 2014, 6, 808 - 823 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=983.pdf

VENCOVSKÝ, František. *Měnová politika v české historii*. Praha: Česká národní banka, 2001. 95 s. ISBN 80-238-7796-8.

Wicksell, K. *Interest and Prices* (1898). Citováno podle vydání New York: Augustus M. Kelley 1965. s.102

ŽÍDEK, Libor. *Transformace české ekonomiky: 1989-2004*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2006. ix, 304 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 80-7179-922-X.

Zdroje České národní banky

Dlouhodobá měnová strategie Dokument projednaný v Bankovní radě ČNB dne 8. 4. 1999 [online]. Česká národní banka, 1999 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/d_menova_strategie.pdf

Inflační cíl ČNB od ledna 2006 [online]. Česká národní banka, 2014 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_2006.pdf

Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky [online]. Česká národní banka, 2007 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_cnb_2010.pdf

Slovník pojmů [online]. Česká národní banka [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovnik/d.html

Strategie řešení kurzových dopadů přílivu kapitálu z privatizace státního majetku a z dalších devizových příjmů státu [online]. Česká národní banka, 2002 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_02_leden_p1.html

Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladěnosti ČR s eurozónou [online]. Česká národní banka, Ministerstvo financí ČR, 2006 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/sladenost2006_cz.pdf

Výroční zpráva 1995 [online]. Česká národní banka, 1995 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_1995.pdf

Výroční zpráva 1996 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_1996.pdf

Výroční zpráva 1997 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_1997.pdf

Výroční zpráva 1998 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_1998.pdf

Výroční zpráva 1999 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_1999.pdf

Výroční zpráva 2000 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2000.pdf

Výroční zpráva 2001 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2001.pdf

Výroční zpráva 2002 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2002.pdf

Výroční zpráva 2003 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2003.pdf

Výroční zpráva 2004 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2004.pdf

Výroční zpráva 2005 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2005.pdf

Výroční zpráva 2006 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2006.pdf

Výroční zpráva 2007 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2007.pdf

Výroční zpráva 2008 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2008.pdf

Výroční zpráva 2009 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2009.pdf

Výroční zpráva 2010 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2010.pdf

Výroční zpráva 2011 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2011.pdf

Výroční zpráva 2012 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2012.pdf

Výroční zpráva 2013 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2013.pdf

Výroční zpráva 2014 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2014.pdf

Výroční zpráva 2015 [online]. Česká národní banka, 1996 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocni_zpravy/download/vyrocni_zprava_2015.pdf

Vývoj měnových nástrojů a pravidel obezřetnosti bank [online]. Česká národní banka, 2006 [cit. 2016-12-11].
Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/statistika/dalsi_statistiky/NASTROJE_CS.PDF

Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 7. listopadu 2013 [online]. Česká národní banka, 2013 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/cmom_131107.html

Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 4. února 2016 [online]. Praha: Česká národní banka, 2016 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/cmom_160204.html

Zpráva o inflaci - červenec 1998 [online]. Česká národní banka, 1998 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_cervenec/index.html

Zpráva o inflace - červenec 2002 [online]. Česká národní banka, 2002 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_cervenec/download/zoi_2002_cervenec.pdf

Zpráva o inflaci - leden 2006 [online]. Česká národní banka, 2006 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/index.html

Zpráva o inflaci - leden 2007 [online]. Česká národní banka, 2007 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/index.html

Zpráva o inflace / IV 2016 [online]. Praha: Česká národní banka, 2016 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_IV/download/zoi_IV_2016.pdf

Internetové zdroje

Czech Republic - Recent Economic Developments. *IMF Staff Country Report No. 96/147* [online]. IMF, 1997 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://archiv.ihned.cz/c1-917672-zaverecna-zprava-pracovniku-mmf-z-27-brezna-z-navstevy-cr

Jaké jsou režimy měnové politiky? Česká národní banka [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

Koruna na cestě k volné směnitelnosti. In: *Historie ČNB* [online]. [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_ceste_ke_standardu_vyspelych_zemi/4_koruna_na_ceste_k_volne_smenitelnosti/

LONDON, Simon. *Lunch with the FT: Milton Friedman* [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.freerepublic.com/focus/f-news/937366/posts?page=4

Přehled členů vlády (4. 7. 1996 - 2. 1. 1998) [online]. Vláda České republiky, 2009 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.vlada.cz/cz/clenove-vlady/historie-minulych-vlad/prehled-vlad-cr/1993-2007-cr/vaclav-klaus-2/prehled-ministru-24632/

Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to –0.75% [online]. Zurich: Swiss national bank, 2015 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.snb.ch/en/mmr/reference/pre_20150115/source/pre_20150115.en.pdf

THIESSEN, Gordon. *Can a Bank Change? The Evolution of Monetary Policy at the Bank of Canada 1935–2000* [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://www.bankofcanada.ca/2000/10/can-a-bank-change/

VÝVOJ EKONOMIKY ČESKÉ REPUBLIKY V ROCE 2015 [online]. Praha: Česká statistický úřad, 2016 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20549951/320193-15q4a.pdf/2dbaba6f-207f-48ad-ac07-759ca9283a8e?version=1.3

Vývoj sazeb daně z přidané hodnoty [online]. daňový-portál.cz, 2014 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.ucetni-portal.cz/soubory/prehledy2/51.pdf

What is ERM II? European Commission [online]. [cit. 2016-11-07]. Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/euro/adoption/erm2/index_en.htm

Why the Swiss unpegged the franc [online]. The Economist, 2015 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: http://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/01/economist-explains-13

ZPRÁVA O ČINNOSTI ÚŘADU PRO OCHRANU HOSPODÁŘSKÉ SOUTĚŽE ZA ROK 1997 [online]. Brno, 1998, 1 - 38 [cit. 2016-12-11]. Dostupné z: https://www.uohs.cz/download/VZ_uplne/VZ1997vl.pdf

Zákony a usnesení

Zákon č. 528/1990 Sb., Devizový zákon

Zákon č. 6/1993 Sb., Zákon o České národní bance

Zákon č. 60/1993 Sb., Zákon o oddělení měny

Zákon č. 219/1995 Sb., Devizový zákon

Zákon č. 442/2000 Sb., Novela zákona č. 6/1993 Sb.

USNESENÍ VLÁDY ČESKÉ REPUBLIKY ze dne 16. dubna 1997 č. 228