Vysoká škola ekonomická v Praze
Národohospodářská fakulta
Hlavní specializace: Hospodářská politika



CHOVÁ SE ČNB PŘI PLNĚNÍ SVÉHO MANDÁTU SYMETRICKY?

Diplomová práce

Autor: Bc. Andrea Čečrdlová
Vedoucí práce: doc. Ing. Pavel Řežábek, Ph.D.
Rok: 2017

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

Andrea Čečrdlová

V Praze dne 18.12.2017

Poděkování

Ráda bych tímto poděkovala vedoucímu své diplomové práce, doc. Ing. Pavlu Řežábkovi, Ph.D., za cenné rady, ochotu a trpělivost, s jakou přistupoval k průběžným konzultacím. Poděkovat chci dále své mamince Michaele a příteli Martinovi za jejich podporu v průběhu celého studia.

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2016/2017

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatelka: **Bc. Andrea Čečrdlová**

Studijní program: Ekonomie a hospodářská správa

Obor: Hospodářská politika

Název tématu: **Chová se ČNB při plnění svého mandátu symetricky?**

Zásady pro vypracování:

1. Cíl práce:
   Cílem práce je ověřit, zda se ČNB v období 1998 – 2016 při naplňování svého základního mandátu – cenové stability – chovala symetricky, a zda na hodnocení symetrického přístupu mělo vliv rozhodnutí o použití kurzového závazku z roku 2013. Dále bude ověřena vhodnost zavedení kurzového závazku s ohledem na jeho případné vedlejší efekty.
2. Význam, aktuálnost nebo očekávaný přínos zvoleného tématu:
   Důvěryhodnost centrálních bank je pro naplňování jejich základních cílů (a asi nejen základních) velice důležitá, neboť bez důvěry nemůže ovlivňovat inflační očekávání, a proto musí k naplnění cíle využít více, eventuálně i silnějších, měnově-politických nástrojů. To byla teze všeobecně uznávaná světovou akademickou veřejností před vznikem poslední krize. Symetrické chování k plnění cíle v delším horizontu lze považovat za základ důvěryhodnosti chování centrálních bank při naplňování hlavního cíle – cenové stability. Poslední globální krize, která plně propukla v roce 2008, může mít z dlouhodobého pohledu na kredibilitu centrálních bank výrazný dopad. Dohledové či měnové autority ne vždy plnily svou úlohu a následně začaly dokonce vyrovnávat i chybějící proticyklickou roli fiskální politiky. Během poslední krize narazily měnové autority na nulovou hladinu úrokových sazeb a v důsledku toho začaly využívat i nestandardní nástroje. Přesto se jim nedařilo po dlouhé období naplnit deklarovaný inflační cíl. Česká národní banka se k využití méně standardního nástroje odhodlala v listopadu 2013.
   V rámci Evropy patří mezi zásadní kritiky příliš uvolněné měnové politiky Jens Weidmann, guvernér Bundesbanky, v České republice Václav Klaus, Richard Hindls, dokonce i někteří již bývalí členové bankovní rady. Akademická obec se zatím k této problematice jasně nevyjádřila, neboť dosud není dostatečný časový odstup od ukončení poslední krize. Téma je i z tohoto důvodu velice aktuální.
3. Charakteristika teoretické části práce:
   Práce se bude zabývat úlohou České národní banky při naplňování základního cíle – udržování cenové stability, teorií měnové politiky centrální banky, depreciací kurzu, inflací a deflací.
   Pro naplnění teoretické části budou využity metody deskripce, srovnávání, pozorování a analýzy, včetně vztahové.
4. Charakteristika praktické části práce:
   Základem práce bude analýza odchylek inflace od inflačního cíle oběma směry a posouzení realizovaných výjimek. Pomocí statistických a analytických metod bude hledána odpověď na naplňování principu symetričnosti při plnění cíle. V práci budou využity podklady ČSÚ a ČNB. Dále pak budou analyzována stanoviska zastánců i odpůrců využití kurzového závazku. Kromě toho budou posuzovány druhotné efekty kurzového závazku.
5. Klíčová slova:
   Česká národní banka, inflace, deflace, měnová politika, devizové intervence, depreciace, CPI, inflační cíl, symetričnost, důvěra.

Rozsah práce: min. 65 normostran

Seznam odborné literatury:

1. ČNB. Cílování inflace v ČR. Online: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
2. ČNB. Historie ČNB, Měnová politika. Online: www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/.
3. JÍLEK, Josef. Peníze a měnová politika. 1. vyd. Praha: Grada, 2004, 742 s. Finance (Grada). ISBN 80-247-0769-1.
4. KLAUS, Václav. Byla deflace opravdu hrozbou? Vyd. 1. Praha: Institut Václava Klause, 2014, 44 s. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-87806-04-3.
5. MEJSTŘÍK, Michal, PEČENÁ, Petra, TEPLÝ, Petr. Bankovnictví v teorii a praxi: Banking in theory and practice. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7.
6. REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.
7. REVENDA, Zbyněk. Peněžní ekonomie a bankovnictví. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.ČNB. Cílování inflace v ČR. Online:
8. Řežábek, Pavel, Měnová politika a její interakce s politikou fiskální. Praha: Karolinum, 2011, ISBN 978-80-246-1894-4.

Datum zadání diplomové práce: květen 2017

Termín odevzdání diplomové práce: srpen 2017

Bc. Andrea Čečrdlová
Řešitelka

doc. Ing. Pavel Řežábek, Ph.D.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí katedry

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

Abstrakt

Cílem práce je ověřit, zda se ČNB v období 1998-2016 při naplňování svého základního mandátu – cenové stability – chovala symetricky, a zda na hodnocení symetrického přístupu mělo vliv rozhodnutí o použití kurzového závazku v listopadu roku 2013, s ohledem na jeho případné vedlejší efekty. Práce poskytuje ucelený pohled na chování ČNB z hlediska symetričnosti, která je v delším období považována za základ důvěryhodnosti chování centrálních bank při naplňování hlavního cíle – cenové stability. Pro naplnění cíle jsou využity metody deskripce, srovnávání, pozorování a analýzy, včetně vztahové. Práce se zabývá úlohou ČNB při udržování cenové stability, teorií měnové politiky centrální banky, depreciací kurzu, inflací a deflací. Praktická část spočívá v analýze odchylek inflace od cíle oběma směry a posouzením realizovaných výjimek. Pomocí statistických a analytických metod bylo prokázáno, že ČNB byla v rámci sledovaného období přísnější, než bylo nutné z pohledu výsledné inflace. Ve většině let sledovaného období se nacházela pod inflačním cílem, z čehož lze soudit, že je v rámci měnové politiky asymetrická v rozhodování. Rozhodnutí o použití kurzového závazku mělo vliv na hodnocení symetrického přístupu ČNB. Z pohledu pouhé symetričnosti zavedení kurzového závazku znamenalo pozitivní krok. Se zavedením kurzového závazku se projevily i jeho vedlejší efekty. Tím nejvýznamnějším je obrovské množství devizových rezerv, jež může v důsledku apreciace domácí měny ČNB dostat do větších kumulativních záporných hodnot, než je v současnosti.

JEL klasifikace

E31, E52, E58, F31

Klíčová slova

Česká národní banka, inflace, deflace, měnová politika, devizové intervence, depreciace, CPI, inflační cíl, symetričnost, důvěra.

Abstract

The aim of the thesis is to verify whether the CNB behaved symmetrically in the period of 1998-2016 while fulfilling its basic mandate - price stability - and whether the decision to use the exchange rate commitment with regard to its potential side effects influenced the assessment of its symmetrical approach. The thesis provides a comprehensive view of the CNB's symmetry, which is considered as the basis for the credibility of central bank behaviour in achieving the main objective – price stability. In the thesis are used methods of description, comparison, observation and analysis. The theoretical part deals with the role of the CNB in maintaining price stability, theory of central bank monetary policy, exchange rate depreciation, inflation and deflation. The practical part analyses the deviations of inflation from the target in both directions and assess the implemented exceptions. Using statistical and analytical methods, it was shown that the CNB was stricter than was necessary from the point of view of resulting inflation over the period under review. In most of the years, it was below the inflation target which can be judged as an asymmetric approach in monetary policy decisions. The decision to apply the exchange rate commitment has had an impact on the CNB's symmetric approach. From the point of view of mere symmetry, the introduction of the exchange rate commitment was a positive step. The introduction of the exchange rate commitment also had its side effects. The most significant is the enormous amount of foreign exchange reserves that, due to the appreciation of the domestic currency, can get the CNB into more cumulative negative values than it already is.

JEL Classification

E31, E52, E58, F31

Key words

Czech National Bank, inflation, deflation, monetary policy, foreign exchange interventions, depreciation, CPI, inflation target, symmetry, trust.

Obsah

Úvod ……1
1. CB ……...…4
1.1. Úloha CB ……..…5
1.2. Důvěra v CB ……5
1.2.1. Škola racionálních očekávání ……6
1.3. Inflační očekávání ……...…7
1.3.1. Ukotvenost inflačních očekávání v ČR ……..…7
2. Měnová politika ČNB ……...……10
2.1. Režimy měnové politiky ČNB ….……....……11
2.1.1. Režimy uplatňované v ČR před r. 1997 ……..……12
2.1.2. Cílování inflace ……...……12
2.1.3. Rok 2013 ……..……16
2.1.4. Časová zpoždění v měnové politice ……17
2.2. Měnově-politické nástroje ČNB ……...……19
2.2.1. Přímé MP nástroje ……...……20
2.2.1.1. Novela zákona o ČNB 2017 ……20
2.2.2. Nepřímé MP nástroje ……..…20
2.2.2.1. Operace na volném trhu ……..20
2.2.2.2. Diskontní nástroje ……...21
2.2.2.3. Kurzové intervence ……21
2.2.2.3.1. Přímé kurzové intervence……22
2.2.2.3.2. Nepřímé kurzové intervence ……...23
2.2.3. Přímé i nepřímé MP nástroje……...…24
2.2.3.1. Povinné minimální rezervy ……..…24
2.2.3.2. Slovní intervence ……24
2.3. Transmisní mechanismus měnové politiky ……...25
2.3.1. Úvěrový kanál ……..…26
2.3.2. Měnový kanál……...…26
2.3.3. Kurzový kanál ……..…27
3. Depreciace kurzu ……29
3.1. Reálný měnový kurz ……..……..……29
3.2. Směnné relace ……30

3.3. Časový průběh ……...……32
3.4. Marshall-Lernerova podmínka ……33
3.5. Vnější rovnováha ……...……33
3.5.1. Rovnováha na běžném účtu ……....……33
3.5.2. Rovnováha platební bilance ……..…..34
3.5.3. Model devizové poptávky a nabídky ……..……35
3.5.3.1. Teorie absorpce ……...…36
3.6. Devizové rezervy ……...36
3.6.1. Světové devizové rezervy ……...37
3.6.2. Struktura devizových rezerv ČNB ……..38
3.6.3. Výše a přiměřenost devizových rezerv ……..…….40
3.6.3.1. Standardní hodnocení přiměřenosti DR ……..……41
3.6.3.2. Náklady a rizika spojená s držením devizových rezerv …..……43
4. Inflace a deflace ……..……46
4.1. Inflace ……46
4.1.1. Druhy inflace ……...48
4.1.1.1. Dle tempa růstu cen ……..……...…48
4.1.1.2. Dle vlivu relativní ceny ……...…49
4.1.1.3. Podle očekávání ……..…49
4.1.1.4. Podle příčiny vzniku ……...…49
4.1.1.4.1. Poptávková inflace ……..…49
4.1.1.4.2. Nabídková inflace ……...…50
4.1.2. Členění dle ČNB ……..…50
4.1.2.1. Čistá inflace ……..…50
4.1.2.2. Korigovaná inflace bez PH ……..…51
4.1.2.3. Měnově-politická inflace ……51
4.1.3. Ukazatele míry inflace ……52
4.1.3.1. Index spotřebitelských cen ……..52
4.1.3.1.1. Spotřební koš ……...52
4.1.3.1.2. Revize dat ……53
4.1.3.2. Deflátor HDP ……..…53
4.1.3.3. Index cen výrobců ……...54
4.1.3.4. Harmonizovaný index spotřebitelských cen ……...……55
4.2. Deflace ……..….55

4.2.1. Deflace pohledem mainstreamové ekonomie ……..……..56
4.2.2. Nabídková deflace ……..……57
4.2.3. Poptávková deflace ……..……58
4.2.4. Past likvidity ……...……59
5. Názorový střet týkající se měnové politiky ČNB ……..……61
5.1. Použití devizových intervencí pohledem ČNB ……..……62
5.1.1. Znehodnocení koruny ……..……64
5.1.2. Očekávání ČNB ……..……69
5.1.2.1. Potlačení deflačních tendencí ……..……69
5.1.2.2. Stabilizace cenové hladiny ……..…70
5.2. Použití devizových intervencí jiným úhlem pohledu ……70
5.2.1. Pohledem politiků ……...…71
5.2.1.1. Václav Klaus ……...……71
5.2.1.2. Miloš Zeman……73
5.2.2. Pohledem ekonomů ……74
5.2.3. Pohledem ekonomických subjektů ……..…75
5.2.4. Doporučení mezinárodních organizací a nadnárodní konsekvence ……76
5.2.5. Pohledem spotřebitele ……..…78
5.2.6. Pohledem odborů ……78
5.2.7. Pohledem svazu průmyslu a dopravy ……..…79
5.2.8. Oživení ekonomiky ……..…83
6. Vývoj indexu spotřebitelských cen 1998-2004 ……85
6.1. Rok 1998 ……...86
6.2. Rok 1999 ……...…88
6.3. Rok 2000 ……...…90
6.4. Rok 2001 ……...…91
6.5. Rok 2002 ……...…93
6.6. Rok 2003 ……...…96
6.7. Rok 2004 ……...98
7. Vývoj indexu spotřebitelských cen 2005-2016 a reakce ČNB……100
7.1. Rok 2005 ……..…102
7.2. Rok 2006 ……..……...…104
7.3. Rok 2007 ……..…106
7.3.1. Kroky CB ……...…108

7.4. Rok 2008……..……109
7.4.1. Kroky CB ……..……111
7.5. Rok 2009……..……112
7.6. Rok 2010…….……114
7.7. Rok 2011……..…116
7.8. Rok 2012 ……119
7.8.1. Kroky CB ……..121
7.9. Rok 2013 ……....123
7.9.1. Kroky CB ……..125
7.10. Rok 2014 ……...126
7.11.Rok 2015 ……129
7.12.Rok 2016 ……132
8. Vývoj devizových rezerv ……135
9. Symetričnost CB ……..…137
9.1. Výjimky z plnění inflačního cílování ……..…137
9.1.1. Rok 2008 ……...139
9.1.2. Rok 2010 ……...140
9.1.3. Rok 2012 ……...140
9.2. Plnění inflačního cíle……140
9.2.1. Období 1998-2001 ……141
9.2.2. Období 2002-2005 ……142
9.2.3. Období 2006-2016 ……143
9.3. Celková odchylka od plnění inflačního cíle……..…143
9.4. Důvěra v ČNB ……..…147
9.5. Predikce ……...…150
Závěr ……..…152
Seznam použitých zkratek ……160
Seznam obrázků, grafů, tabulek a vzorců ……..…161
Seznam obrázků ……161
Seznam grafů ……162
Seznam tabulek ……..…164
Seznam vzorců ……..164
Seznam použitých zdrojů ……...…165

Úvod

Důvěryhodnost centrálních bank je pro naplňování jejich základních cílů (a asi nejen základních) velice důležité, neboť bez důvěry nemohou ovlivňovat inflační očekávání, a proto musí k naplnění cíle využít více, eventuálně i silnějších, měnově-politických nástrojů. To byla teze všeobecně uznávaná světovou akademickou veřejností před vznikem poslední krize. Symetrické chování k plnění cíle v delším horizontu lze považovat za základ důvěryhodnosti chování centrálních bank při naplňování hlavního cíle – cenové stability.

Poslední globální krize, která plně propukla v roce 2008, může mít z dlouhodobého pohledu na kredibilitu centrálních bank výrazný dopad. Dohledové či měnové autority ne vždy plnily svou úlohu a následně začaly dokonce vyrovnávat i chybějící proticyklickou roli fiskální politiky. Během poslední krize narazily měnové autority na nulovou hladinu úrokových sazeb, a v důsledku toho začaly využívat i nestandardní nástroje. Česká národní banka (ČNB) se k využití méně standardního nástroje odhodlala v listopadu roku 2013.

Toto rozhodnutí bylo navzdory určitým náznakům ze strany ČNB již od roku 2012, pro mnohé velkým překvapením. Tento krok okamžitě rozpoutal živou debatu nejen o dopadech tohoto opatření, ale také o důvodu jeho zavedení, nejenom mezi odborníky, ale i laickou veřejností. Považuji za vhodné proto ověřit, zda se ČNB v období 1998-2016 při naplňování svého základního mandátu – cenové stability – chovala symetricky, a zda na hodnocení symetrického přístupu mělo vliv rozhodnutí o použití kurzového závazku s ohledem na jeho případné vedlejší efekty.

Práce je rozdělena do dvou částí – teoretické a praktické. První (teoretická) část je naplněna úlohou ČNB při naplňování základního cíle – udržování cenové stability, teorií měnové politiky centrální banky, depreciací kurzu, inflací a deflací. To vše s ohledem na měnově-politické nástroje, které ČNB v rámci sledovaného období 1998-2016 používala. Je zde ponechán prostor kurzovým intervencím, zejména pak devizovým intervencím. Opomenuty nejsou ani úrokové sazby, jejichž snížením na technickou nulu nebylo nadále snižování za účelem uvolňování ekonomiky v roce 2013 a následujících letech možné. Pro širší pochopení jsou zde nastíněny i ostatní nástroje měnové politiky. Pozornost je také zaměřena na režimy měnové politiky, především na současně používaný režim cílování inflace v kontrastu s režimem fixního kurzu, a s tím související časová zpoždění v měnové politice. Další kapitoly teoretické části se zaměřují na změnu měnového kurzu,

specifičtěji na depreciaci kurzu. Stěžejní část je věnována souhrnnému rozboru deflace a inflace. Opomenuty nejsou ani devizové rezervy v souvislosti s případnými vedlejšími efekty zavedení kurzového závazku.

Praktická část práce se zaměřuje na analýzu odchylek inflace od cíle oběma směry a posouzení realizovaných výjimek. Pomocí statistických a analytických metod je hledána odpověď na naplňování symetričnosti při plnění cíle. V práci jsou využity podklady ČSÚ a ČNB. Dále jsou posuzována stanoviska zastánců i odpůrců využití kurzového závazku.

Praktická část spočívá v analýze spotřebního koše v období 1998-2016, s ohledem na devizové intervence, kterými 7. listopadu roku 2013 ČNB znehodnotila kurz domácí měny.

Na základě co nejvíce dostupných dat, je podrobně zanalyzován vývoj cen v ČR od přechodu na režim cílování inflace, s důrazem na roky 2005-2016, kdy se přešlo na bodový cíl pro celkovou inflaci v režimu cílování inflace. Ze získaných informací jsou následně vyvozeny souvislosti mezi vývojem cen a kroky ČNB s cílem získání představy o reálných důvodech opatření ČNB, s důrazem za zavedení kurzového závazku. Na základě tohoto jsou pro zpracování poznatků praktické části zvoleny metody deskripce, srovnávání a analýzy, včetně vztahové.

Praktická část je zaměřena celkově na pět oblastí:

1. Názorový střet týkající se měnové politiky
2. Vývoj indexu spotřebitelských cen v období 1998-2004
3. Vývoj indexu spotřebitelských cen v období 2005-2016
4. Vývoj devizových rezerv
5. Symetričnost CB

První oblast je věnována názorovému střetu týkajícího se měnové politiky ČNB, kde s cílem zjistit oprávněnost intervencí, je využita vztahová analýza. Tato část práce také přináší nové úhly pohledu na problematiku centrálních bank, jakožto měnových autorit.

Druhá a třetí oblast jsou stěžejní částí celé práce, neboť poskytují analýzu vývoje inflace v období 1998-2016. V období 2005-2016 jsou subkapitoly věnovány důkladnějšímu rozboru opatření ČNB díky většímu množství veřejně dostupných materiálů (rozhodnutí bankovní rady; zprávy o inflaci, zahrnující i tabulky klíčových makroindikátorů; prezentace guvernéra ČNB pro novináře apod.). Období 1998-2004 je

analyzováno v souladu s dostupnými daty. Tím je možné dostat souhrnný obrázek toho, jak ČNB reagovala na příslušný vývoj cen a jak se svými kroky odchylovala či přibližovala k plnění stanoveného inflačního cíle. Pro viditelnější srovnání jsou všechny analyzované údaje zachyceny v grafech a tabulkách.

Poslední zásadní oblast praktické části je věnována shrnutí zkoumané problematiky skrze rozbor schopnosti CB plnit stanovený inflační cíl, s cílem zjistit, jaká je celková odchylka ČNB, jež má vypovídací hodnotu o její symetričnosti.

Cílem této práce je tedy analýza symetričnosti chování ČNB v rámci měnové politiky v období 1998-2016, tedy s ohledem na zajištění cenové stability při plnění inflačního cíle. To vše s cílem zjistit, zda ČNB plní svou primární úlohu oprávněně a konzistentně s ohledem na plnění její primární úlohy jakožto měnové autority.

Ve své diplomové práci navazuji na bakalářskou práci, jež se aktivně zabývala rozborem devizových intervencí. Z důvodu ukončení kurzového závazku je nyní možné lépe posoudit, zda tento krok ze strany ČNB byl správně nastavený a oprávněný, s důrazem na symetričnost CB v dlouhém období. Dílčím cílem je tedy zhodnocení vlivu zavedení kurzového závazku na symetrický přístup ČNB, s ohledem na jeho případné vedlejší efekty.

1 CB

Vznik centrálního bankovnictví, a tudíž i dvoustupňového bankovního systému, je důležitým mezníkem ve vývoji celého bankovnictví. I když jsou centrální banky (CB) ve srovnání s obchodními bankami relativně mladé, jejich počátky se datují již do 17. století. V podobě, jaké je známe teď, však CB vystupují přibližně až od poloviny 19. století, což je spjato s obdobím průmyslové revoluce, které přineslo potřebu rozvoje finančních služeb a s tím i finančních institucí. Právě v tomto období nastal největší rozmach ve vývoji finančnictví a bankovnictví, který dal CB podobu, jaká je pro ně dnes typická.[1]

Jedním z hlavních důvodů vzniku CB byly finanční zájmy hlav států, což logicky vedlo v důsledku k rozvratu bank a nutnosti řízení bank vládou. Ve 20. století proto tehdejší guvernér Bank of England (BoE)[2] Monragnu Collet Norman zformuloval několik zásad typických pro CB:

1) být nezávislou institucí, zároveň však provádět operace pro vládu,
2) podporovat činnost obchodních bank,
3) nekonkurovat bankám v obchodní činnosti ani jiných investičních aktivitách,
4) sledovat zdravý měnový cíl,
5) neúročit vklady od obchodních bank,
6) zastávat roli zúčtovacího centra pro banky daného státu,
7) zefektivnit bankovní systém v dané zemi,
8) provádět dohled nad vývojem bankovního systému jako celku,
9) rozhodovat o úvěrové pomoci obchodním bankám.[3]

Postavení CB je v demokratických státech zpravidla ukotveno v zákoně. V případě České národní banky (ČNB) jde o právní úpravu v samotné Ústavě, konkrétně v zákoně č. 6/1993 Sb., o ČNB, a dalších pozdějších předpisech (např. zákon o bankách atd.).[4]

Při hodnocení postavení CB je kladen důraz na kritérium „nezávislosti“. Nezávislost centrální banky je klíčovou podmínkou úspěšné realizace měnové politiky a

[11] V některých zemích, jako např. Island a Brazílie, byly však CB založeny až po 2. světové válce. Viz. REVENDA (2011)

[2] Tato CB byla založena jako nová instituce v Anglii roku 1694 skotem Wiliamem Petersonem. V roce 1946 byla BoE znárodněna. Viz REVENDA (2011)

[3] REVENDA (2011)

[4] ČNB. *O ČNB* [online]. [Citace: 12.8.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/.

v případě ČR udržitelného neinflačního růstu ekonomiky. ČNB proto disponuje při plnění svých zákonem stanovených funkcí již od počátku své existence vysokou mírou nezávislosti na politických strukturách. Tato nezávislost je právně zakotvena v samotném Zákoně o ČNB č. 6/1993.[5]

1.1 Úloha CB[6]

CB se zpravidla vyznačují třemi základními rysy, jimiž se i vyčleňují ze sféry obchodních bank.

1) CB mají monopol na emisi peněz. To znamená, že jedině CB má zpravidla v daném státě pravomoc vydávat hotovostní bankovky a mince.
2) CB jsou měnovou autoritou daného státu, v důsledku čehož jsou tvůrcem měnové politiky. Jejich hlavním cílem je tedy dohlížet na měnovou stabilitu, jíž dosahují zejména pak regulací množství peněz v dané ekonomice.
3) CB mají na starost regulaci bankovního systému, což zahrnuje stanovení základních pravidel a povinností, týkajících se obchodních a dalších činností bank, jež působí v dané zemi.

1.2 Důvěra v CB

Kredibilita pro naplňování inflačního cíle je pro CB velice důležitá, neboť bez důvěry nemůže ovlivňovat inflační očekávání a musí tak využít více, eventuálně silnějších, měnově-politických nástrojů k naplnění cíle. To bylo všeobecně uznáváno světovou akademickou veřejností před vznikem poslední krize.

Poslední krize ukázala, že ne vždy dohledové autority plní svou úlohu a že začínají suplovat i fiskální politiku. Během posledních let se CB dostaly na nulovou úroveň úrokových sazeb, a v důsledku toho začaly využívat i méně běžné nástroje.

V rámci Evropy patří mezi zásadní kritiky příliš uvolněné měnové politiky Jens Weidmann, guvernér Bundesbanky. Akademická obec se zatím k této problematice jasně nevyjádřila, neboť dosud není dostatečný časový odstup od ukončení poslední krize.

---

[5] ČNB. *Proč je ČNB nezávislá?* [online]. [Citace: 12.8.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html.

[6] REVENDA (2011)

1.2.1 Škola racionálních očekávání

S ohledem na důvěru v CB nelze pominout školu racionálních očekávání, která již v 70. letech přišla s hypotézou, že očekávání nejsou jen adaptivního charakteru, ale také racionálního. Pracuje tedy s hypotézou, že jakékoliv státní zásahy do ekonomiky se míjejí svým účinkům nejen z dlouhodobého hlediska, ale již z toho krátkodobého, a tudíž od samého počátku.

Vztáhneme-li to na problematiku důvěry v CB, lze říci, že jakékoliv zásahy CB jsou zbytečné. Lidé totiž nepodléhají iluzím, jež CB slibuje svými zásahy, neboť dokáží předem předvídat pozdější důsledky těchto zásahů, očekávat je a dle toho se zařídit. Snaha CB dosáhnout tak alespoň v krátkém období svých cílů je tedy bez účinků.

Z toho plyne, že chce-li CB svými zásahy vědomě ovlivňovat inflační očekávání, měla by přispět k co největší transparentnosti svých kroků, což zpravidla znamená vzdát se politiky ad-hoc (diskrečních) zásahů. Místo toho by měla začít uplatňovat politiku jednoduchých, veřejnosti známých a zejména dlouhodobě platných pravidel.

1.3 Inflační očekávání

Inflační očekávání hrají klíčovou roli v ekonomice, neboť ji ekonomické subjekty v určité míře využívají při svých rozhodnutích. Vzhledem k tomu, že hlavním cílem CB je udržování měnové (cenové) stability, jsou inflační očekávání ovlivněna měnově-politickými opatření CB, které jsou založené na analýze současného a predikci budoucího vývoje ekonomiky a jejích faktorů.

O důležitosti inflačních očekávání v současnosti panuje všeobecný konsensus, na druhou stranu se však objevují spory ohledně mechanismu, jakým byl měla být inflační očekávání formována a následně odvozována. V praxi se pro získání věrohodných odhadů využívá cela řada metod:

- konkjunkturální průzkumy,
- informace z finančního trhu,
- předstihové ukazatele apod.

1.3.1 Ukotvenost inflačních očekávání v ČR

Měření inflačních očekávání patří ke standardním analytickým přístupům CB, zejména v režimu inflačního cílování, kde ukotvenost inflačních očekávání hraje klíčovou roli. Jak Henry Ohlsson prohlásil, kromě samotné hodnoty inflačního cíle je důležitá především ukotvenost důvěry v jeho dosahování měnovou politikou.[7] *„ČNB získává informace ohledně inflačních očekávání v rámci dotazníků Inflační očekávání finančního trhu (IOFT, měsíčně) a výběrového šetření mezi podnikovými manažery (čtvrtletně). "*[8]

Skrze ukazatel IOFT ČNB sleduje jednoletý a tříletý horizont. Zatímco v horizontu 3 let tento ukazatel odpovídá poměrně přesně inflačnímu cíli, v období 1 roku tento ukazatel vykazuje hodnoty inflačního očekávání poblíž váženého průměru aktuální inflace a inflačního cíle.[9] Toto lze považovat za potvrzení kredibility měnové politiky ČNB, neboť finanční trh věří, že je CB schopna se po inflačním šoku vrátit zpět ke svému

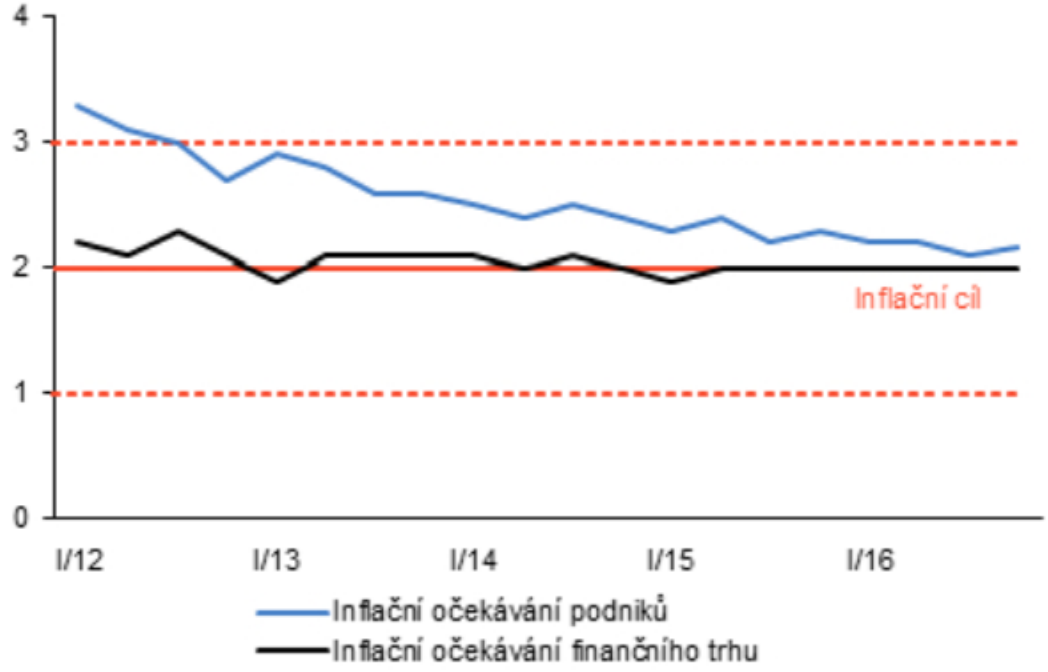
[7] OHLSSON. *The inflation target – a benchmark for price-setting and wage formation* [online]. 16.4.2015, str. 2 [citace: 17.12.2017]. Dostupné z: https://www.bis.org/review/r150430a.pdf.

[8] ČNB. *Ukotvenost inflačních očekávání v ČR* [online]. [Citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/boxy_a_prilohy/zoi_2017_I_box_1.html.

[9] ČNB. *Ukotvenost inflačních očekávání v ČR* [online]. [Citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/boxy_a_prilohy/zoi_2017_I_box_1.html.

cíli. Z toho důvodu je pro horizont měnové politiky pro finanční trh nejlepší predikcí inflačního vývoje samotný inflační cíl (viz. obrázek 1 níže).

Obrázek 1: Inflační očekávání v horizontu 3 let v období 2012-2016



Zdroj: *ČNB, Ukotvenost inflačních očekávání v ČR*

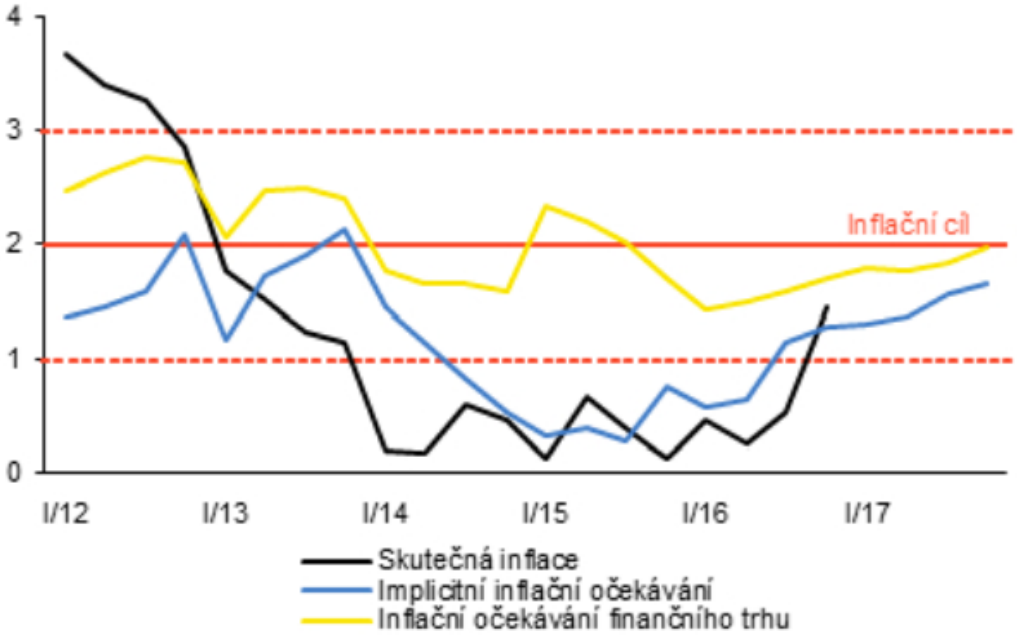
Jak je vidět na obrázku 1, zatímco IOFT v rámci 3letého horizontu je ukotveno poblíž inflačního cíle, inflační očekávání podniků (a domácností) je, zejména v rámci sledovaného období 2012-2016, typicky vyšší (v průměru za roky 2012-2015 o 0,5 p. b.). Takovýto vývoj inflačních očekávání není pro ČR ojedinělý. V mezinárodním srovnání se ukazuje, že inflační očekávání podniků (a domácností) bývají obvykle vyšší než očekávání finančních trhů.[10] Z obrázku 1 lze také soudit, že v rámci posledních 3 let jsou správně ukotvena i inflační očekávání podniků, která směřují poblíž 2% inflačního cíle.

Alternativou k 3letému ukazateli inflačních očekávání jsou implicitní inflační očekávání, které jsou dobrým indikátorem budoucí inflace v horizontu 1 roku. Tato tzv. implicitní inflační očekávání jsou odvozená z ekonomického růstu a mzdového vývoje očekávaného v rámci IOFT. *„Rozdíl mezi oběma veličinami slouží jako indikátor očekávané inflace z tohoto důvodu: pokud se růst produktivity promítá obdobnou silou*

[10] KLIESEN. *How Accurate Are Measures of Long-Term Inflation Expectations?* [online]. 6.5.2015 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2015/05/06/how-accurate-are-measures-of-long-term-inflation-expectations/.

do růstu reálného ekonomického výkonu i reálných mezd, rozdíl mezi očekávaným růstem nominálních mezd a reálného HDP odráží očekávanou inflaci.“[11]

Obrázek 2: Skutečná inflace a inflační očekávání v letech 2012-2017



Zdroj: *ČNB, Ukotvenost inflačních očekávání v ČR*

Na obrázku 2 výše je patrné, že zejména v krizovém období 2014-2015 právě implicitní inflační očekávání na rozdíl od IOFT vystihla nízkou inflaci, která se nacházela hluboko pod 2% inflačním cílem. V současnosti se očekávaná inflace zvyšuje a již od konce roku 2016 se pohybuje v dolní části tolerančního pásma inflačního cíle.

[11] ČNB. *Ukotvenost inflačních očekávání v ČR* [online]. Leden 2017 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/boxy_a_prilohy/zoi_2017_I_box_1.html.

2 Měnová politika ČNB

Historie měnové politiky na území České Republiky je dosti rozsáhlá, neboť měnová politika byla ovlivněna velkou řadou politických a hospodářských událostí. Celkem lze hovořit o sedmi momentech, které hrály zásadní roli ve vývoji české měnové politiky.

Vše začalo v letech 1919-1929, tedy vznikem samotného Československa a zavedením samostatné, důvěryhodné a stabilní měny. Tohoto úkolu se zhostil tehdejší ministr financí Alois Rašín, který byl po své smrti vystřídán Karlem Englišem, který roku 1929 dovedl korunu ke statutu „zlaté měny".

Po úspěšné stabilizaci ekonomiky a zavedení zlaté měny ve 20. letech minulého století však přišla hospodářská krize. Národní banka Československá byla tak nucena přistoupit k dvojímu snížení zlatého obsahu koruny. Přestože nebylo snadné udržet zlatý standard[12], byla však koruna ve 30. letech jednou z nejstabilnějších měn Evropy.

Následně se na vývoji měnové politiky podepsala nacistická okupace, která přinesla dalekosáhlé změny v mnohých oblastech. Domácí měna už nebyla samostatnou, nýbrž se stala pouhým „nominálním zlomkem říšské marky"[13]. Společně s tím došlo nejen k přejmenování NBČ na Národní banku pro Čechy a Moravu, ale také k její podřízenosti vůči Říšské bance, které musela odvést většinu svého zlata.

V poválečném období došlo k měnovým reformám, které opět přinesly zavedení československé koruny a ustanovení Státní banky československé.

V neposlední řadě se měnová politika ocitla v područí direktivního plánování[14], což s sebou neslo nedostatek určitého zboží a tím i rozvoj černého trhu. V rámci plánovaného hospodářství byly realizovány jednotné ceny, inflace tehdy formálně téměř neexistovala a úvěry či devizové rezervy a valutové prostředky byly přidělovány.

Zásadním okamžikem proměny centrálně řízeného hospodářství v tržní ekonomiku byla „Sametová revoluce" v roce 1989, která přinesla liberalizaci trhu a s tím i strmý nárůst inflace. S pádem socialismu se měnová politika vrátila ke svému

[12] Krýt domácí měnu zlatými zásobami státu, případně měnami, které byly tehdy za zlato směnitelné.

[13] ČNB. *Historie měnové politiky na území České republiky* [online]. [Citace: 26.3.2015]. Dostupné z: www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/.

[14] „Měnová politika v područí centrálně řízeného hospodářství spočívala v administrativním řízení oběživa, cen, deviz a kurzu." Viz ČNB. *Historie měnové politiky na území České republiky* [online]. [Citace: 26.3.2015]. Dostupné z: www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/.

původnímu cíli, čímž je stabilizace měnového a cenového vývoje v České republice. Do roku 1997 svého cíle dosahovala pomocí ovlivňování množství peněz v ekonomice a udržováním fixního kurzu, ten však byla nucena v průběhu světové finanční krize opustit v důsledku spekulativních útoků na korunu.

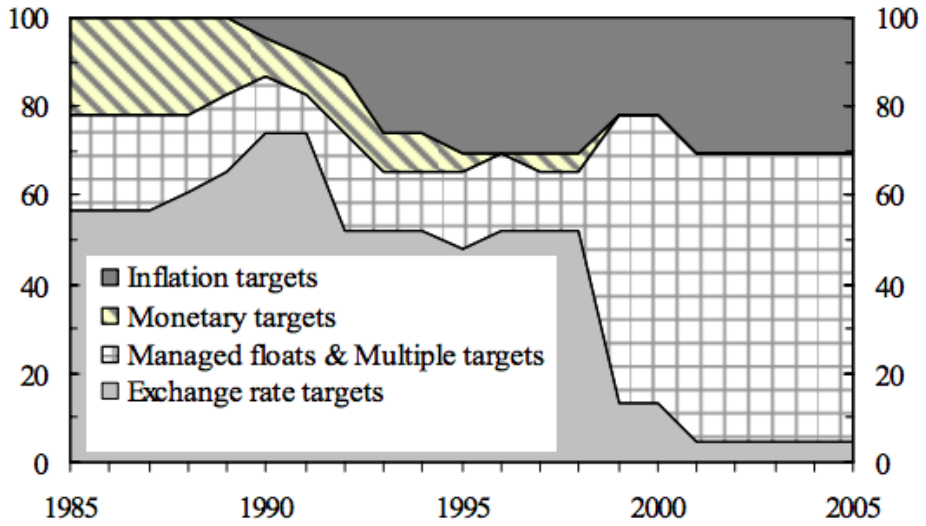
Od roku 1998 Česká národní banka[15] uplatňuje režim cílování inflace, který v následujících letech přispěl k poklesu inflace na úroveň běžnou ve státech s vyspělou ekonomikou.

2.1 Režimy měnové politiky ČNB

Ve většině zemí je měnová politika prováděna v rámci měnově-politických režimů. Tyto režimy dávají měnově-politickému rozhodování určitou strukturu a CB přispívají ke snadnějšímu naplnění jejího hlavního cíle. Nejen že režim umožňuje snadnější rozhodování, ale zejména snadnější cestu, jak o svých krocích informovat veřejnost. Základními režimy měnové politiky podle ČNB jsou:

a) režim s implicitní nominální kotvou,
b) cílování měnové zásoby,
c) cílování měnového kurzu a
d) cílování inflace.

Obrázek 3: Rozvinuté země: Cílování inflace



Zdroj: *IMF (2006), str. 6*

[15] V roce 1993 došlo k měnové odluce České a Slovenské republiky, čemuž předcházel vznik dvou samostatných centrálních bank.

Jak je možno vidět na obrázku 3 výše, v současnosti je situace taková, že podíl rozvinutých zemí cílujících inflaci roste. Naopak je možno pozorovat, že bylo zcela opuštěno cílování peněžní zásoby a výrazně klesl i počet zemí s fixním kurzem.

Od vzniku České národní banky 1. ledna 1993 lze v měnové politice rozlišit dvě etapy. První období se vyznačuje cílením peněžní zásoby a měnového kurzu, a trvalo až do konce roku 1997. V druhém období, od počátku roku 1998, až na výjimku mezi lety 2013-2017, kdy byl zaveden kurzový závazek, však měnová politika spočívá v cílování inflace.

2.1.1 Režimy uplatňované v ČR před r. 1997

Ať už CB operuje v rámci jakéhokoliv měnově-politického režimu, její primární cíl je jasný, zabezpečení cenové stability. V základní rovině je možno režimy od sebe navzájem odlišit na základě jejich přístupu k měnovému kurzu. ČR svého základního cíle dosahovala od roku 1991 do roku 1997 v rámci režimu fixního kurzu.

V rámci tohoto režimu je zprostředkujícím cílem centrální parita nominálního měnového kurzu, jíž se CB snaží dosahovat pomocí svých nástrojů (změny úrokových sazeb, devizové intervence), jimiž udržuje měnový kurz domácí měny oproti stabilní zahraniční měně na zvolené hodnotě, případně v rámci zvoleného cílového intervalu. Můžeme tedy říci, že cenová stabilita je vlastně „dovozena“ ze zahraničí.

2.1.2 Cílování inflace

Počátky tohoto režimu se řadí už do 90. let 20. století a pochází z Nového Zélandu, kde centrální banka byla tou první, kdo začal v březnu roku 1990 režim cílování inflace v praxi používat. Tuto banku záhy následovala Velká Británie v říjnu roku 1992, Švédsko a Finsko začátkem roku 1993. Vzhledem k podobnému důvodu přechodu na tento režim, čímž bylo zhroucení režimu pevného kurzu, se ČNB v tomto směru rozhodla po měnových turbulencích zkušenost těchto států následovat.

Když se hovoří o cílování inflace, myslí se tím přímé a aktivní formování inflačních očekávání. Centrální banka vždy s určitým předstihem vyhlásí inflační cíl (či posloupnost cílů), čímž srozumitelně informuje veřejnost, a následně usiluje o jeho dosažení. Existují celkem tři základní způsoby stanovení numerické hodnoty inflačního cíle.

1) Číselný údaj.
2) Numerický údaj spolu s ochranným pásmem[16].
3) Interval dvou procentních bodů inflace, ve kterém je snaha udržet míru inflace, či ji do něj nasměrovat.

Významnými rysy tohoto režimu není pouze veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle (či posloupnosti cílů), ale taktéž využívání prognózy inflace a střednědobost této strategie. Bankovní rada ČNB využívá vždy při změně měnově-politických nástrojů nejnovějších prognóz ČNB, aby tak kompenzovala excesivní inflační, respektive dezinflační tlaky, které vychylují budoucí inflaci od stanoveného inflačního cíle.[17] Prostřednictvím restriktivní měnové politiky se tak centrální banka snaží omezit inflační tlaky a v rámci expanzivní měnové politiky se zas zabývá omezením tlaků protiinflačních.

Očekávaný inflační vývoj však může být často ovlivněn řadou mimořádných ekonomických šoků, zejména na straně nabídky. Vzhledem k tomu, že tyto nárazové změny exogenních faktorů jsou značnou měrou mimo kompetence centrální banky, neboť jsou z velké části mimo dosah opatření měnové politiky, pracuje ČNB v odůvodněných situacích s tzv. výjimkami ze závazku plnit inflační očekávání. Centrální banka tak jedná ze snahy vyhnout se nežádoucím výkyvům zaměstnanosti a hrubého domácího produktu, které by ve snaze udržet inflační očekávání, i za takovýchto okolností, mohla způsobit. V praxi jedním z takových šoků může být:

- výrazná změna světových cen surovin, energetických zdrojů a komodit;
- výrazná změna devizového kurzu, která nesouvisí s vývojem domácích fundamentálních veličin a s domácí měnovou politikou;
- výrazná změna v podmínkách zemědělské výroby s dopadem na ceny zemědělských výrobců;
- živelná pohroma či jiná mimořádná situace s nákladovými a poptávkovými dopady do cenové oblasti;

[16] Tj. Rozpětí několika málo procentních bodů okolo jednoho určitého číselného údaje.

[17] ČNB. *Cílování inflace v ČR* [online]. [Citace: 28.3.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

- úpravy regulovaných cen, jejichž dopad do celkové inflace by přesáhl 1 až 1,5 p. b.;
- skoková úprava nepřímých daní.[18]

Důvodem přechodu české ekonomiky na režim cílování inflace byla setrvalost relativně vysoké inflace v předcházejících letech, která měla dle očekávání koncem roku 1998 dosáhnout až 15-16 %.[19] Velký důraz byl tedy kladen na formování inflačních očekávání a s tím související snahy přesvědčit účastníky trhu, že v budoucnu již nedojde k akceleraci inflace. Vzhledem ke snaze ovlivnit inflační očekávání, byl tento režim adekvátním řešením.

Období cílování inflace může být v ČR rozděleno do dvou období. V prvním období ČNB cílila na tzv. čistou inflaci[20]. Ve snaze překonat dlouhodobě relativně vysokou inflaci, ČNB již koncem roku 1997 stanovila střednědobý inflační cíl pro konec roku 2000 ve výši 3,5–5,5 %. Pro ukotvení inflačních očekávání však také vyhlásila krátkodobý inflační cíl v intervalu 5,5–6,5 %, stanovený pro konec roku 1998. V následujících letech byly vyhlášeny ještě dva krátkodobé cíle, nejprve roku 1998 v intervalu 4–5 %, podruhé v dubnu roku 2000 ve výši 2–4 %. V rámci dlouhodobého inflačního očekávání nebyl opomenut ani základní, ústavou daný, cíl tzv. cenové stability, vztahující se až k roku 2005 v rozmezí 1–3 % (tab. 1).

Tabulka 1: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci

ROK	VÝŠE	PLNĚNÍ K MĚSÍCI	STANOVENÍ
1998	5,5 - 6,5 %	prosinec 1998	prosinec 1997
1999	4 - 5 %	prosinec 1999	listopad 1998
2000	3,5 - 5,5 %	prosinec 2000	prosinec 1997
2001	2 - 4 %	prosinec 2001	duben 2000
2005	1 - 3 %	prosinec 2005	duben 1999

Zdroj: *ČNB, Cílování inflace v ČR, vlastní grafické zpracování*

[18] ČNB. *Institut výjimek z plnění inflačního cíle v souvislosti s nově vyhlášeným inflačním cílem* [online]. Červenec 2001 [citace: 2.12.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_01_cervenec_p1.html

[19] JÍLEK (2004), str. 501.

[20] Ukazatel, který byl založen na indexu spotřebitelských cen upraveném o vlivy změn regulovaných cen. Viz REVENDA (2011), str. 459.

Druhým obdobím režimu cílování inflace byl přechod k cílování celkové inflace[21], která je pro domácnosti a podniky daleko srozumitelnější, čímž je zajištěno snadnější ovlivňování inflačních očekávání. Další změnou byl přechod na průběžné (postupně klesající) pásmo inflačních cílů, které bylo poprvé vyhlášeno roku 2001 a vztahovalo se k období leden 2002–prosinec 2005. Pásmo začínalo na úrovni 3–5 % s cílem dostat se ke konci roku 2005 na úroveň 2–4 % (viz tab. 2).

Tabulka 2: Cílové pásmo stanovené v celkové inflaci

	MĚSÍC	VÝŠE	PLNĚNÍ K MĚSÍCI	STANOVENÍ
ZAČÁTEK PÁSMA	leden 2002	3 - 5 %	leden 2002	duben 2001
KONEC PÁSMA	prosinec 2005	2 - 4 %	prosinec 2005	duben 2001

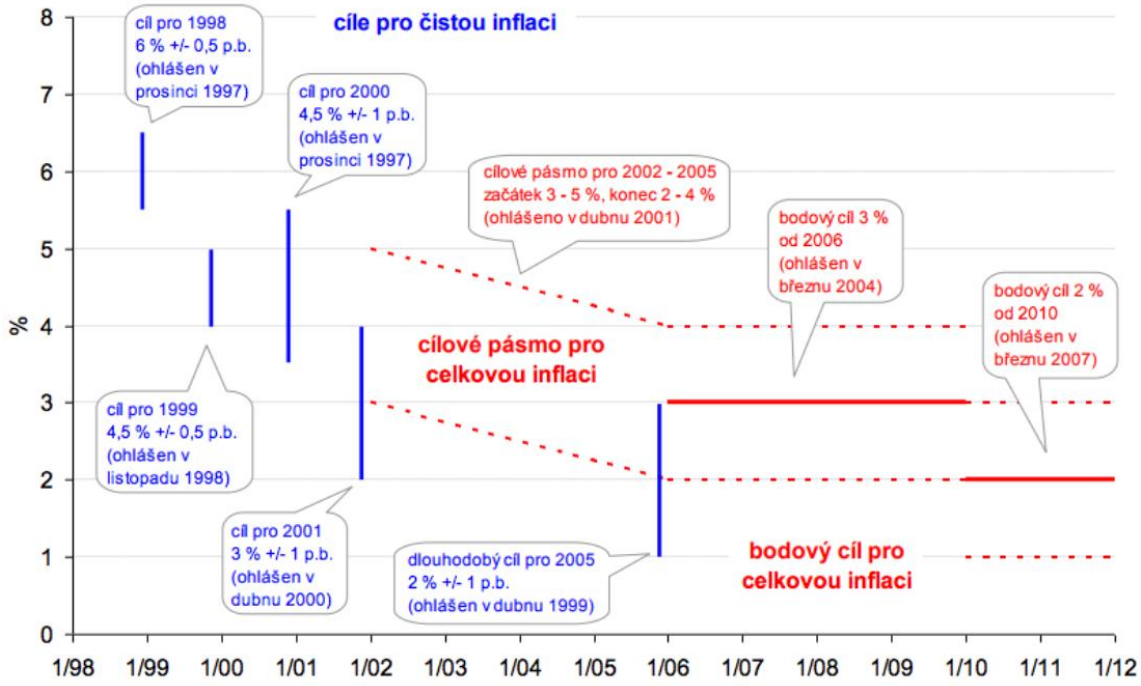
Zdroj: *ČNB, Cílování inflace v ČR, vlastní grafické zpracování*

V rámci dlouhodobé měnové strategie ČNB vyhlásila v březnu roku 2004 nový inflační cíl, tzv. bodový cíl, platný pro období od roku 2006, který plynule navazuje na klesající cílové pásmo a koresponduje tak s dlouhodobými inflačními očekáváními trhů a domácností. Cíl byl stanoven ve výši 3% meziročního přírůstku indexu spotřebitelských cen (CPI) ve snaze udržet skutečnou hodnotu inflace v rozmezí 1 p. b. na obě strany od stanoveného cíle.[22] Tato strategie měla původně platit až do přistoupení ČR k eurozóně, kdy by měla realizace měnové politiky v souladu s udržováním cenové stability přejít na Evropskou centrální banku.

[21] Přírůstek indexu spotřebních cen. Viz JÍLEK (2004), str. 502.

[22] ČNB. *Inflační cíl ČNB od ledna 2006* [online]. 11.3.2004, [citace: 31.3.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_2006.pdf

Obrázek 4: Měnově-politické cíle v režimu cílování inflace



Zdroj: *ČNB, Cílování inflace v ČR*

Z důvodu odsunutí termínu přijetí eura a stanovení původního bodového cíle pro celkovou inflaci mírně nad úrovní cenové stability států eurozóny[23], byl v roce 2007 vyhlášen další a doposud poslední inflační cíl. ČNB tak od roku 2010 cílí inflaci ke 2 % s maximální odchylkou 1 p. b. na obě strany.[24]

2.1.3 Rok 2013

Vzhledem k tomu, že ČNB svými základními úrokovými sazbami, jež dlouhá léta používala jako základní měnově-politický nástroj, narazila 2.11.2012 na nulovou dolní mez, nebylo možné nadále tento nástroj používat ve směru inflačního ovlivňování. Konec roku 2013 je tak spjat s přechodem na kurzový závazek 27 CZK/|EUR, čímž se ČNB snažila nadále ovlivňovat inflační očekávání v domácí ekonomice.

[23] Jedním z Maastrichtských konvergenčních kritérií, nutných pro zavedení eura v členské zemi EU je dlouhodobě udržitelná cenová stabilita. Průměrná inflace během jednoho roku před šetřením nesmí přesáhnout o více než 1,5 % inflaci tří nejlepších členských států v oblasti cenové stability. Viz JÍLEK (2004), str. 510.

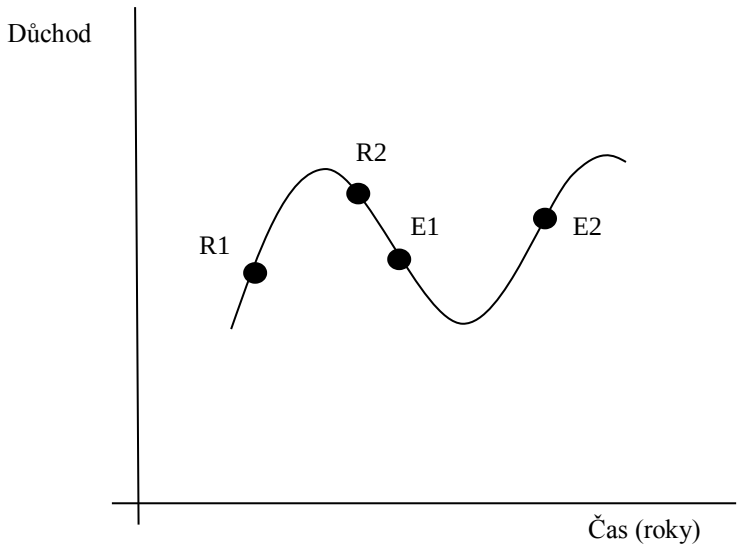
[24] ČNB. *Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky* [online]. 8.3.2007 [citace: 31.3.2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_cnb_2010.pdf.

Kurzový závazek, navzdory několika ohlašovaným dřívějším exitům, opustila až v dubnu roku 2017. V listopadu stejného roku ČNB opět zvýšila své úrokové sazby, zejména pak 2T repo sazbu a lombardní sazbu, díky čemuž může inflační očekávání opět ovlivňovat skrze své základní úrokové sazby.

2.1.4 Časová zpoždění v měnové politice

Při realizaci měnové politiky existují určitá časová zpoždění (time lags), která snižují účinnost měnové politiky. Jedná se o zpoždění mezi poznáním minulého ekonomického vývoje, předpovědí budoucího vývoje a konečným účinkem opatření centrální banky.

Obrázek 5: Časová zpoždění v měnové politice a hospodářský cyklus



Legenda: R1 – rozhodnutí o realizaci restriktivní měnové politiky,
R2 – dopad restriktivní měnové politiky,
E1 – rozhodnutí o realizaci expanzivní měnové politiky,
E2 – dopad expanzivní měnové politiky.

Zdroj: *REVENDA a kol. (2012), str. 333, vlastní grafické zpracování*

Na obrázku 5 jsou vidět časová zpoždění v měnové politice, tedy to jak rozhodnutí realizovaná na základě současného (minulého) stavu ekonomiky mohou mít vliv na reálnou ekonomiku až v opačné fázi hospodářského cyklu.[25] V souvislosti s tím Milton

[25] Časová zpoždění jsou spojená především s existencí inflačních očekávání, institucionálních překážek a dlouhodobých smluv.

Friedman argumentoval, proč se v rámci provádění pružné diskreční měnové politiky[26] nelze rozhodovat na základě momentální hospodářské situace.

Dnešní akce ovlivní inflaci, HDP, zaměstnanost a další makroekonomické ukazatele se značným zpožděním.[27] Tato časová zpoždění jsou proto objasněním, proč centrální banka věnuje čas[28] a úsilí ekonomickým prognózám.[29] Na základě zkušeností států s vyspělou ekonomikou, trvá více než jeden rok, než se změna měnové politiky nejvíce projeví ve změně poptávky, a následně trvá další rok, než mají tyto změny největší dopad na inflaci.

Již v 60. letech se Milton Friedman zabýval studiem vztahu mezi změnou nominálního produktu a růstem peněžní zásoby. V průběhu poválečného období dospěl k názoru, „*...že změna nominálního produktu následuje změnu růstu množství peněz přibližně až o 6-9 měsíců později, v závislosti na výběru měnového agregátu. K dispozici je zde pouze tlak na snížení cen jako mezera mezi skutečným a potenciálním produktem. V průměru za dalších 6-9 měsíců má tato změna produktu vliv na ceny, takže celkové zpoždění mezi změnou měnové politiky a inflací je 12-18 měsíců*[30].“[31]

O dva roky později se zabýval identifikací cyklů jednotlivých nominálních veličin s vrcholy hospodářských cyklů.[32] Výsledek byl totožný s předcházející studií a podpořil tedy názor, že opatření měnové politiky mají nejdříve efekt na změnu produktu a až později na změnu inflace.

[26] Záměrná opatření měnové politiky.

[27] Např. dochází-li k poklesu inflace, pak tlaky, které působily na tento vývoj, vznikaly v předcházejícím období jednoho až dvou let.

[28] Časové zpoždění konkrétních sledovaných ekonomických veličin po sledovaném období – index spotřebitelských cen 9 dní, měnové agregáty 34 dní, indexy cen dovozu a vývozu 44 dní, platební bilance 67 dní a HDP (národní účty) až 70 dní. Viz REVENDA a kol (2012), str. 327.

[29] Zejména odhadům inflačních trendů na základě současných informací. Viz JÍLEK (2004), str. 470.

[30] Podle odhadů ČNB mají změny úrokových sazeb nejzásadnější dopad na inflaci zhruba v období 12-18 měsíců. Viz ČNB. *Měnová politika České národní banky* [online]. [Citace: 13.4.2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/menova_politika_cnb.html.

[31] FRIEDMAN (1970), str. 11.

[32] FRIEDMAN (1972), str. 15.

V ekonomické literatuře je možné se setkat s různými typy časových zpoždění. Pro ilustraci je zde uveden jeden z přístupů (viz obr. 6).

Obrázek 6: Časová zpoždění v měnové politice



Zdroj: *REVENDA (2011), str. 328, vlastní grafické zpracování*

2.2 Měnově-politické nástroje ČNB

ČNB se skrze měnovou politiku snaží o zachování cenové stability, jinými slovy o udržení stabilní a nízké inflace. Na začátku tohoto procesu jsou proto důležité měnově-politické nástroje, kterými CB obvykle působí na operační cíl[33] (operativní kritérium)[34], čímž jsou tržní krátkodobá úroková míra a měnový kurz, a tím i na zprostředkující a konečné cíle měnové politiky.

Tyto nástroje lze dělit dle několika hledisek, podle rychlosti zavedení do praxe či intenzity využívání. Za základní dělení lze však považovat členění nástrojů dle jejich charakteru, a to na nástroje přímé (administrativní)[35] a nepřímé (tržní). ČNB, stejně jako ostatní vyspělé státy, v současnosti používá tržní nástroje, zejména operace na volném trhu, diskontní nástroje, kurzové nástroje a minimální rezervy, které za určitých podmínek do této skupiny také spadají. Je tomu tak proto, že na rozdíl od administrativních nástrojů působí celoplošně a dopadají tak na celý bankovní sektor, není zde umožněna selektivní podpora určitých bank[36].

[33] JÍLEK (2004), str. 376.

[34] REVENDA (2011), str. 220.

[35] Např. limity úvěrů bank, limity úrokových sazeb bank.

[36] Resp. restrikce vybraných bank. Viz REVENDA a kol. (2012), str. 226.

2.2.1 Přímé MP nástroje

Nástroje měnové politiky lze metodologicky členit dle různých hledisek, za to nejznámější je zpravidla považováno členění z hlediska dopadu na bankovní systém.

Přímé nástroje měnové politiky jsou tzv. netržní, adresné a administrativní nástroje, díky nimž CB přímo ovlivňuje bankovní systém. Tyto nástroje přímo omezují banky, neboť zasahují přímo do jejich rozhodovacího procesu. Mezi přímé MP nástroje se řadí např. povinné vklady, pravidla likvidity či limity úrokových sazeb/úvěrů.

2.2.1.1 Novela zákona o ČNB 2017

V lednu roku 2017 byla vládou schválena technická novela zákona o ČNB a zákona o oběhu bankovek a mincí, jenž mají za cíl zvýšit jednoznačnost výkladu zákona o ČNB, a tím zefektivnit činnost CB skrze rozšíření spektra nástrojů určených k plnění zákonných úkolů ČNB.

V oblasti měnové politiky se jedná zejména o rozšíření okruhu možných obchodů a zúčastněných protistran. V rámci makroobezřetnostní politiky jde pak o zavedení dalších nástrojů, s jejichž pomocí bude ČNB schopna stanovit právně závazné limity na vybrané úvěrové ukazatele týkající se zejména spotřebitelských úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí.

Dle důvodové zprávy by měla novela zákona o ČNB také přispět ke zvýšení důvěry v CB skrze zvýšení transparentnosti v rámci její činnosti. To by mělo znamenat rozšíření okruhu vedoucích zaměstnanců, jejichž mzdy by byly veřejnosti pravidelně zveřejňovány. Vzhledem k tomu, že novela zákona o ČNB nebyla zákonodárci ještě projednána, je malá pravděpodobnost, že se stihne schválit ještě do konce tohoto volebního období. Budoucnost této novely je tudíž nejistá.

2.2.2 Nepřímé MP nástroje

Jedná se o nástroje měnové politiky, které jsou tržní a neadresné. To znamená, že banky na mě mohou, ale nemusí povinně reagovat.

2.2.2.1 Operace na volném trhu

Operace na volném trhu jsou jednou z nejpoužívanějších skupin nástrojů v tržních ekonomikách, neboť patří mezi nejúčinnější. ČNB tyto vysoce operativní operace používá s cílem usměrňovat krátkodobou úrokovou míru. Operace na volném trhu mají

bezhotovostní charakter, jinými slovy se mění pouze rezervy bank, nikoliv oběživo. Tato skupina nástrojů spočívá v nákupu a prodeji cenných papírů centrální bankou komerčním bankám v domácí měně.

Základní měnový nástroj má podobu repo operací[37] a nejčastěji se provádí formou tendrů. ČNB používá operace na volném trhu, už od svého vzniku, ke stahování přebytečné likvidity obchodních bank, se závazkem, že v daném termínu proběhne reverzní transakce.

2.2.2.2 Diskontní nástroje

I přestože diskontní nástroje patří mezi historicky nejstarší nástroje měnové politiky, jsou v široké míře využívány i dnes. Používají se se záměrem ovlivnit měnovou bázi (rezervy bank) a krátkodobou úrokovou míru. Komerční banky nejsou povinni si půjčovat ani reagovat na změny úrokových sazeb stanovených centrální bankou.

ČNB v současnosti hojně využívá automatických facilit, které jsou bezprostředně zaměřené na regulaci krátkodobé úrokové míry. Jedná se o ukládání nebo poskytování likvidity přes noc (overnight). Z hlediska permanentní možnosti uložení (resp. zapůjčení) peněz u CB komerčními bankami, se vytváří pásmo, v němž se krátkodobá sazba pohybuje na peněžním trhu.[38]

Depozitní facilita umožňuje obchodním bankám možnost uložení peněz (přebytečné likvidity) přes noc u ČNB. Tyto dobrovolné vklady („overnight“ rezervy), ČNB úročí diskontní sazbou.

Marginální zapůjční facilita zas poskytuje možnost bankám, které v průběhu dne nestihly splatit úvěry od centrální banky. Poskytování likvidity, nesplacených prostředků, je úročeno lombardní sazbou.

2.2.2.3 Kurzové intervence

Hlavním cílem kurzových intervencí je ovlivnit vývoj měnového kurzu domácí měny. Je třeba však zmínit, že kurzové intervence mají vliv i na jiné, výše již zmíněné,

---

[37] Na základě rámcové smlouvy o obchodování na finančním trhu. Viz. ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [Citace: 1.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint.

[38] ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [Citace: 2.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint.

veličiny, jako jsou krátkodobá úroková míra či míra rezerv komerčních bank, jejich ovlivnění však není cílem pro tento nástroj.

Vývoj měnového kurzu domácí měny je dán především vztahem mezi nabídkou a poptávkou domácí měny a zahraničních měn na devizovém trhu. K ovlivňování tohoto vztahu dochází skrze kurzové intervence dvojím způsobem, přímo a nepřímo.

2.2.2.3.1 Přímé kurzové intervence

Devizovými intervencemi (přímými kurzovými intervencemi) jsou míněny přímo prodeje a nákupy cizích měn za domácí měnu na devizovém trhu. Za jejich primární cíl je považováno uvolnění, popř. zpřísnění měnové politiky.

Devizové intervence, uplatňované ČNB, byly typické především pro režimy s fixním kurzem. Použití přímých kurzových intervencí však může být za jistých okolností nevyhnutelné i v režimu cílování inflace, kde běžně, za normálních okolností, dochází k ovlivňování měnového kurzu skrze úrokové sazby. Takovou mimořádnou okolností je situace, kdy dojde ke snížení měnově-politických úrokových sazeb na tzv. „technickou nulu“ (tab. 3) a případné další uvolnění měnové politiky lze pouze skrze přímé oslabení kurzu koruny.

Tabulka 3: Aktuální nastavení základních úrokových sazeb vyhlašovaných ČNB

ÚROKOVÉ SAZBY	ÚROKOVÁ SAZBA OD 2.11.2012	ÚROKOVÁ SAZBA OD 3.11.2017
2T Repo sazba[39]	0,05 %	0,5 %
Diskontní sazba	0,05 %	0,05 %[40]
Lombardní sazba	0,25 %	1 %

Zdroj: *ČNB, Měnověpolitické nástroje, vlastní zpracování*

Ukázkovou situací tomu byl podzim roku 2013, kdy bankovní rada ČNB přijala kurzový závazek intervenovat na devizovém trhu s cílem oslabit kurz české koruny a udržovat ho poblíž hladiny 27 CZK/EUR[41].

[39] Klíčová dvoutýdenní repo sazba pro repo operace se splatností 14 dnů.

[40] Diskontní sazba je nezměněná, platná na úrovni 0,05 % již od 2.11.2012.

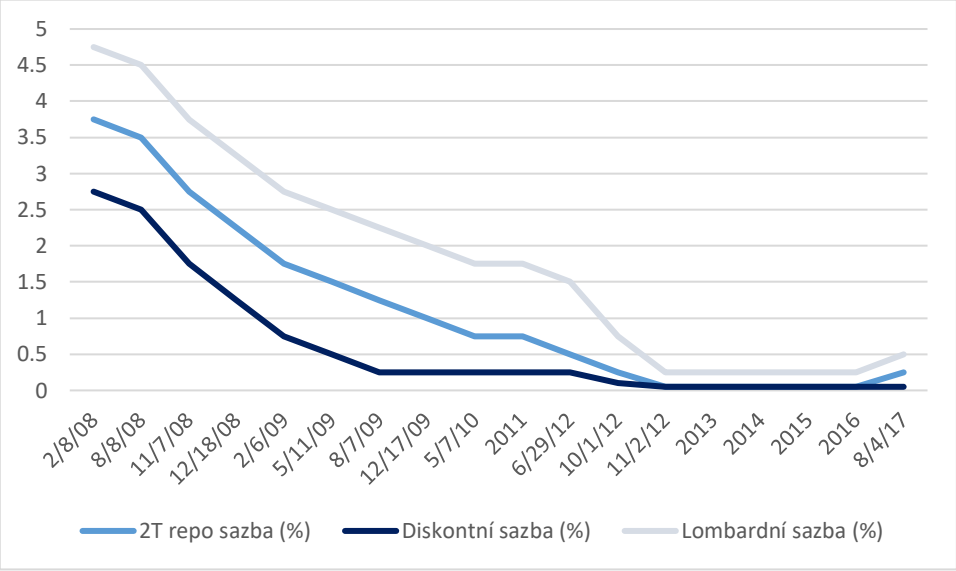
[41] ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [Citace: 2.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint

Kurzový závazek ČNB opustila i přes dřívější ohlašované exity až v dubnu roku 2017. V souvislosti s tím došlo 3.11.2017 k navýšení úrokových sazeb, které se tak odrazily od nulové dolní meze s cílem ovlivňovat inflační očekávání směrem nahoru. ČNB tak opět může používat své základní úrokové sazby jako základní měnově-politický nástroj.

2.2.2.3.2 Nepřímé kurzové intervence

Nepřímé kurzové intervence spočívají ve změnách základních úrokových sazeb centrální banky s cílem ovlivnit pohyb zahraničního kapitálu[42]. Jak je možno pozorovat na grafu 1 níže, vzhledem ke snížení úrokových sazeb na „technickou nulu" ČNB tohoto nástroje poslední téměř 4 roky nevyužívala.

Graf 1: Vývoj úrokových sazeb ČNB



Zdroj: *ČNB, Měnověpolitické nástroje, vlastní zpracování*

Stejně tak i většina ostatních centrálních bank využívá nepřímých kurzových intervencí zcela výjimečně. Je tomu ze dvou důvodů.

1) Někdy stačí pouze oznamovací efekt[43].
2) Úrokové sazby největších centrálních bank jsou téměř totožné.

[42] „Tento pohyb vede ke změně vztahů mezi poptávkou a nabídkou zahraniční měny za měnu domácí a tím ke změně měnového kurzu." Viz REVENDA a kol. (2012), str. 234.

[43] Centrální banka fakticky nezmění své úrokové sazby, pouze ohlásí úvahy o jejich změnách.

2.2.3 Přímé i nepřímé MP nástroje

U těchto MP nástrojů dochází k prolínaní charakteristických dvou výše zmíněných skupin MP nástrojů. Jde zejména o povinné minimální rezervy a dále různá doporučení, výzvy a dohody, které lze souhrnně označit jako slovní intervence.

2.2.3.1 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou základním nástrojem měnové politiky používaným ČNB, který zajišťuje hladký průběh mezibankovního platebního styku. Už od roku 1999 jsou všechny komerční banky v ČR povinni držet 2 % z objemu primárních závazků dané banky vůči nebankovním subjektům, jejichž splatnost nepřevyšuje 2 roky[44].

2.2.3.2 Slovní intervence

Slovní intervence jsou jedním z nástrojů, které ČNB využívá k ovlivňování inflačního očekávání, často tak i upozorňuje na případné změny, které by mohly nastat.

Jednou z takových ohlašovaných změn bylo rozhodnutí ČNB začít intervenovat na devizovém trhu v souvislosti s oslabením kurzu domácí měny. Tuto myšlenku diskutovali členové bankovní rady dle záznamu z jednání již na zasedání v prosinci roku 2012.[45] Následně ČNB pomocí slovních intervencí v průběhu celého roku 2013 upozorňovala širokou veřejnost na potřebu dalšího uvolnění měnové politiky a možné použití měnového kurzu právě za tímto účelem. *„Na několika posledních tiskových konferencích po měnových zasedáních bankovní rady dokonce přímo zaznělo, že pravděpodobnost zahájení devizových intervencí se zvyšuje, resp. zůstává vysoká.“*[46]

Již v srpnu roku 2013 bankovní rada hlasovala poprvé o zahájení devizových intervencí, a tedy využití tohoto nekonvenčního měnově-politického nástroje k dalšímu uvolnění měnových podmínek.[47] Tehdy však bankovní rada ČNB zavedení nepodpořila. K tomu došlo až o dvě zasedání později, 7. listopadu roku 2013.

---

[44] ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [Citace: 2.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint

[45] KOLEKTIV IVK (2017)

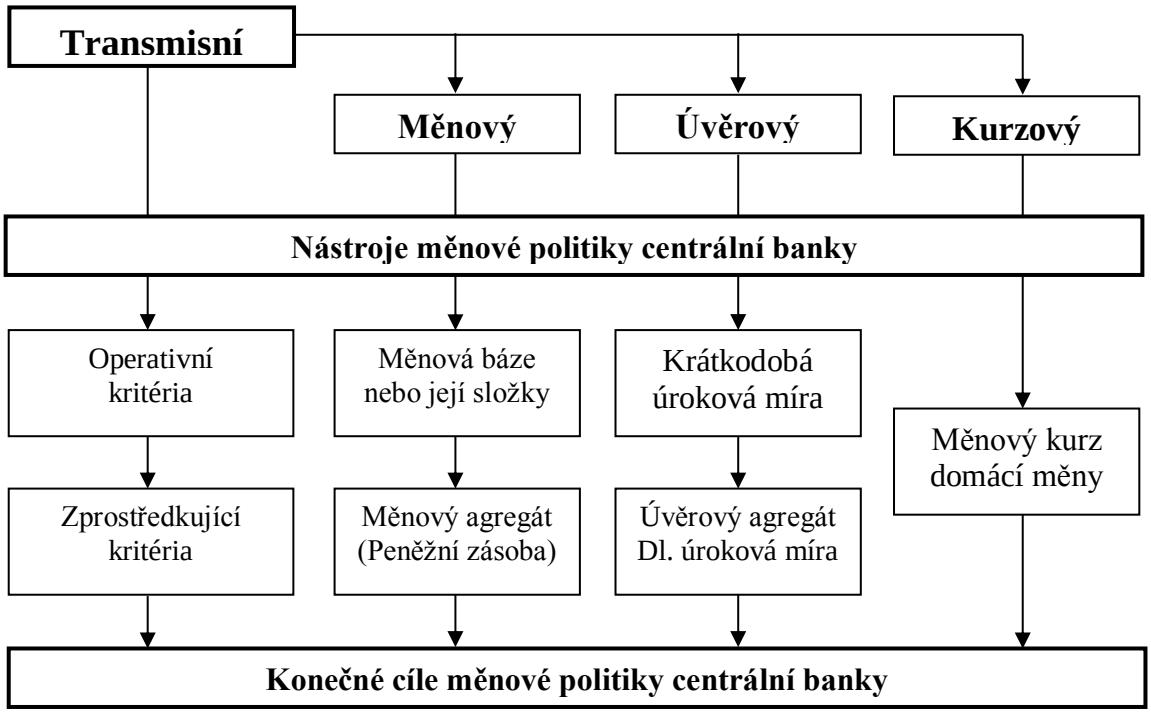
[46] HOLUB, KRÁL. *Mýty opřádající intervence ČNB* [online]. 12.11.2013 [citace: 3.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131112_holub_kral.html

[47] KOLEKTIV IVK (2017)

2.3 Transmisní mechanismus měnové politiky[48]

„Transmisní mechanismus měnové politiky si můžeme představit jako řetězec kauzálních vztahů, kterého centrální banka využívá pro dosažení cílů své měnové politiky.“[49] (obr. 7) V praxi je to odpověď na to, jak mohou změny v nastavení měnově-politických nástrojů vést k žádoucím změnám inflace. Jinými slovy nastavení měnově-politických nástrojů má přímý vliv na zprostředkující kritéria, skrze něž dochází ke změnám na „cílových“ trzích, kde si centrální banka přeje ovlivnit cenový vývoj.

Obrázek 7: Základní transmisní mechanismus měnové politiky



Zdroj: *REVENDA (2011), str. 150, 172, 202, vlastní grafické zpracování*

Na obrázku jsou zobrazeny tři základní transmisní kanály měnové politiky používané v tržních ekonomikách.

[48] REVENDA (2011).

[49] REVENDA a kol. (2012), str. 324.

2.3.1 Úvěrový kanál

V období od konce 40. let 20. století centrální banky vystřídaly celou řadu transmisních kanalů, od těch základních až po jejich modifikované podoby. Mezi nejstarší patří jednoznačně modifikovaná podoba úvěrového transmisního kanálu tzv. úrokový kanál. Ten skrze nástroje měnové politiky působí na krátkodobou úrokovou míru, která ovlivňuje dlouhodobou úrokovou míru na „zprostředkujících" trzích, a tím působí na agregátní poptávku a reálný hrubý domácí produkt. Vzhledem k tomu, že se tento kanál zaměřuje především na ovlivnění investiční aktivity podnikatelského sektoru jakožto složky agregátních výdajů a v další řadě na výdaje domácností na zboží a služby v dlouhém období[50], působí nejenom na reálný hrubý domácí (resp. národní) produkt, ale také na nezaměstnanost. Jak je již patrno, jedná se ve velké míře o cíle keynesovské (postkeynesovské) školy, proto je možné se ve spojení s tímto úvěrovým kanálem setkat s označením „tradiční keynesovský přístup k měnové politice"[51].

Základní úvěrový kanál je založen na stejném předpokladu regulace krátkodobé úrokové míry, liší se pouze nepřímým ovlivněním vybraného úvěrového agregátu[52] (obr. 7).

2.3.2 Měnový kanál

Oproti keynesovcům (postkeynesovcům), kteří věří, že úloha peněz při vzniku inflace je nevýznamná[53], vystupují monetaristé s opačným názorem. Tím je vidina, že růst cenové hladiny v dlouhém období má pouze monetární původ. V souvislosti s tím vzniká monetaristický peněžní transmisní kanál (měnový transmisní kanál) s cílem udržovat nízkou průměrnou míru inflace. Toho dosahuje prostřednictvím ovlivňování měnové báze nebo jejích složek[54], čímž působí na vybraný měnový agregát (peněžní zásobu), který vystupuje v úloze zprostředkujícího kritéria (obr. 7).

[50] zboží a služby dlouhodobé spotřeby

[51] REVENDA (2011), str. 190.

[52] Na rozdíl od ovlivňování dlouhodobé úrokové míry.

[53] Vše je založeno na víře, že v ekonomice nemůže vzniknout nadbytečná nabídka peněz, neboť je přirozeně stahována z oběhu při splácení úvěrů. Viz REVENDA a kol. (2012), str. 321.

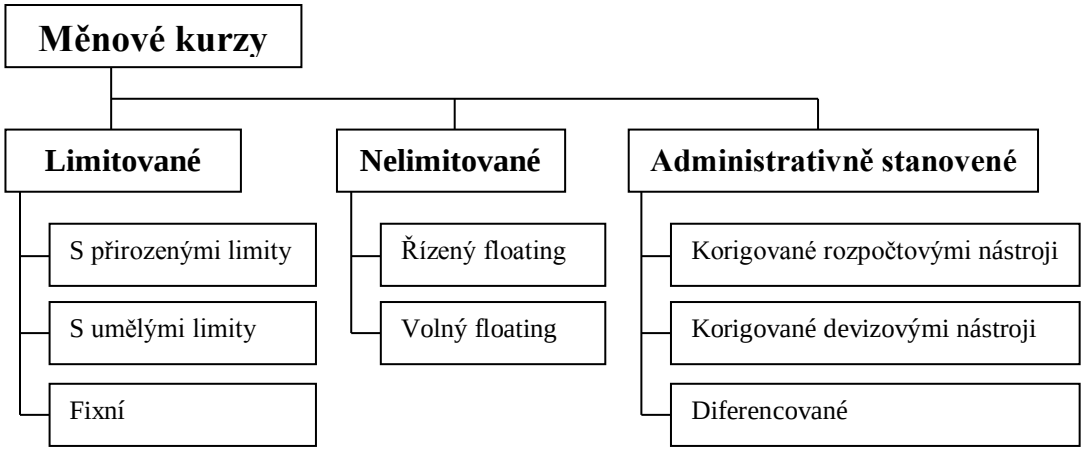
[54] Např. celkové a dobrovolné rezervy.

2.3.3 Kurzový kanál

Kurzový transmisní kanál se oproti výše zmíněným transmisním kanálům vztahuje pouze na státy s otevřenou ekonomikou. Další rozdíl se týká použitelnosti tohoto kanálu, který může být výrazně ovlivněn vládou, respektive stanovením systému měnových kurzů (obr. 4). Poslední odlišnost spočívá v tom, že v roli jak operativního, tak zprostředkujícího kritéria vystupuje jedna a tatáž veličina – nominální měnový kurz domácí měny[55] (obr. 7).

Zjednodušeně řečeno, kurzovým kanál je kanál, kde měnový kurz vystupuje v roli kritéria měnové politiky[56] a prostřednictvím něhož se centrální banka snaží ovlivnit ostatní makroekonomické veličiny.

Obrázek 8: Systémy měnových kurzů



Zdroj: *REVENDA (2011), str. 205, vlastní grafické zpracování*

Základní otázkou kurzového transmisního mechanismu je, jaký je systém měnového kurzu v konkrétní zemi. V obrázku 8 je proto zobrazeno základní členění systémů měnových kurzů, přičemž v praxi se používají nejčastěji tři:

1) fixní měnový kurz,
2) čistý floating,
3) řízený floating[57].

[55] Cena zahraniční měny vyjádřené v domácí měně (popř. ceny domácí měny vyjádřené v zahraniční měně). Viz REVENDA (2011), str. 202.

[56] Nelze rozlišit, zda jde o operativní nebo zprostředkující kritérium.

[57] ČR ho využívá od roku 1997.

V rámci kurzového transmisního mechanismu lze však v zásadě použít jen skupina limitovaných měnových kurzů (obr. 8).

1) *Měnový kurz s přirozenými limity* fluktuace, který se používal v dobách zlatého standardu. *„Základní úroveň kurzu byla dána poměrem zlatých obsahů příslušných měn a od ní se kurz mohl oběma směry vychylovat v rámci přirozených limitů, tzv. zlatých bodů.“*[58] Tento systém však zanikl společně se zrušením směnitelnosti národních měn za zlato.
2) *Měnový kurz s umělými limity* fluktuace, který se stal nástupcem a v současnosti se hojně používá. Centrální banka vždy stanoví základní úroveň kurzu (centrální paritu) společně se symetrickými procentními odchylkami na obě strany.
3) *Fixní měnový kurz*, který je zvláštním systémem. Specifičnost spočívá ve vázanosti centrální parity k určité referenční měně na dlouhé časové období. Současný měnový kurz nemá „povoleno“ žádné odchýlení.

[58] REVENDA (2011), str. 204.

3 Depreciace kurzu

Ať už jde o jakékoliv změny měnového kurzu, mají jak krátkodobé, tak dlouhodobé účinky. Tyto účinky mají vliv nejen na jednotlivce, ale i na ekonomiku jako celek. V rámci krátkého období má znehodnocení domácí měny především vliv na velikost vyváženého a dováženého množství zboží a služeb. Tyto aspekty dále ovlivňují další makroekonomické ukazatele, především z hlediska dlouhého období. Jedná se o inflaci, spotřebu, HDP, platební bilanci i směnné relace.

Odpověď na otázku, zda dojde při depreciaci kurzu domácí měny k růstu těchto makroekonomických ukazatelů, záleží na mnoha faktorech. Z hlediska stanovených cílů zkoumaných v této práci, zde bude krátce zmíněna obecná teorie depreciace.

Na začátek je důležité zmínit rozdíl mezi pojmy depreciace a devalvace. Depreciací je míněno znehodnocení domácí měny na devizovém trhu na základě vztahu mezi nabídkou a poptávkou. Jinými slovy se jedná o tržní změnu kurzu. Devalvace je však znehodnocení domácí měny v důsledku rozhodnutí centrální měnové autority posunout centrální paritu a celé fluktuační pásmo (existuje-li) směrem nahoru. V případě kurzových intervencí šlo o devalvaci měnového kurzu, která byla vynucená vývojem kurzu na devizovém trhu.

3.1 Reálný měnový kurz

Zhoršení či zlepšení běžného účtu země závisí na reálném měnovém kurzu. Právě zlepšování běžného účtu napomáhá, oproti apreaciaci, depreciace reálného měnového kurzu.

Vzorec 1: Reálný měnový kurz

$$R = \frac{ED/F \times}{PD}$$

Zdroj: *NEUMANN a kol. (2010), str. 72, vlastní grafické zpracování*

Jak je uvedeno ve vzorci 1, v čitateli je cenová hladiny zahraniční země přepočtená nominálním měnovým kurzem na domácí měnu a ve jmenovateli je domácí cenová hladina. Smyslem reálného měnového kurzu je tedy srovnání cenových hladin dvou zemí po přepočtu na společnou měnu.

Ze vzorce tak plyne základní informace. Pakli-že při nezměněné zahraniční i domácí cenové hladině dojde k nominálnímu znehodnocení domácí měny, dochází tak i k depreciaci reálného měnového kurzu.[59]

3.2 Směnné relace

Zkráceně směnné relace, jinými slovy Index reálných směnných relací, jak je možno vidět ve vzorci 2, jsou definovány jako poměr cenového indexu vývozu[60] a cenového indexu dovozu[61].

Vzorec 2: Směnné relace

$$TT = \frac{IPex}{IPim}$$

TT – směnné relace

IPex - cenový index exportu

IPim – cenový index importu

Zdroj: *NEUMANN a kol. (2010), str. 109, vlastní grafické zpracování*

Směnné relace slouží ke zjištění jistých ekonomických skutečností, např. po devalvaci domácí měny. Pokud se dané zemi podaří v běžném oproti základnímu období dosáhnout vyšších („lepších“) vývozních cen a dovozní ceny zůstanou nezměněny[62], pak to znamená, že při vyrovnaném běžném účtu je možné za stejně velké množství exportu dovézt větší množství importu. Jak lze vyčíst ze vzorce 2, dochází ke zlepšení směnných relací. Analogicky, nastane-li opačný proces a dovozní ceny oproti vývozním cenám vzrostou, dochází ke zhoršení směnných relací.

[59] K reálné depreciaci může také docházet změnami poměru domácí a zahraniční cenové hladiny. Viz HOLMAN (2010), str. 118

[60] Změna cen exportu v běžném oproti základnímu období.

[61] Změna cen importu v běžném oproti základnímu období.

[62] Případně rostou pomaleji nežli vývozní ceny.

Když se přidá do vzorce pro výpočet směnných relací veličina nominální měnový kurz, je možno zjistit, jak souvisí kurzový vyrovnávací proces se směnnými relacemi.

Vzorec 3: Směnné relace v jiném tvaru

$$TT = \frac{IPex}{ED/F \quad IPim}$$

TT – směnné relace

IPex - cenový index exportu (vývozní ceny vyjádřené v domácí měně)

IPim – cenový index importu (dovozní ceny vyjádřené v zahraniční měně)

ED/F – nominální měnový kurz

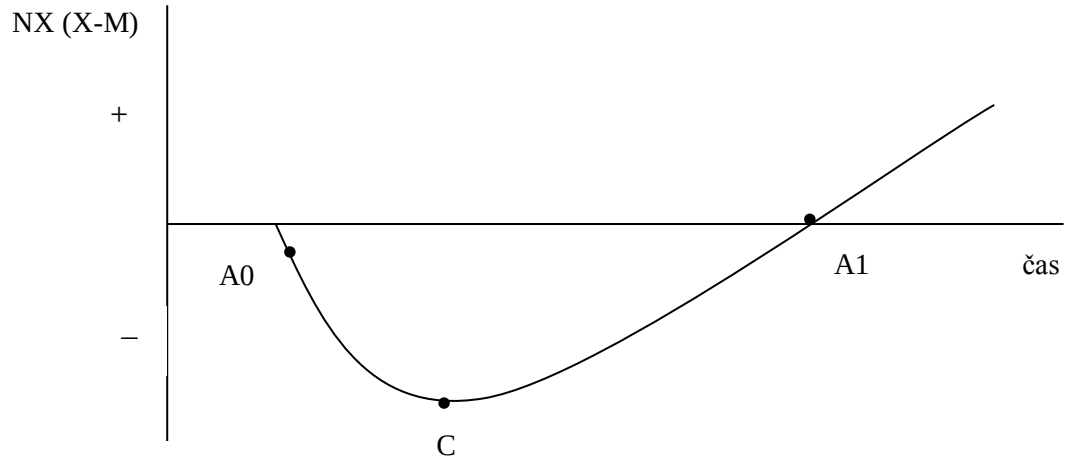
Zdroj: *NEUMANN a kol. (2010), str. 109, vlastní grafické zpracování*

Ve výše uvedeném vzorci 3 jsou dány do poměru vývozní ceny vyjádřené v domácí měně a dovozní ceny vyjádřené v zahraniční měně, přepočtené nominálním měnovým kurzem. Z takto upraveného vzorce vyplývá, že devalvace (depreciace) domácí měny vede k růstu jmenovatele zlomku, tedy nominálního měnového kurzu, a v důsledku toho ke zhoršení reálných směnných relací. Výsledným poznatek tedy je, že vyrovnání deficitu běžného účtu skrze kurzový vyrovnávací mechanismus bude spojeno se zhoršením reálných směnných relací. Apreciace měnového kurzu povede k opaku, tedy ke zlepšení reálných směnných relací.

3.3 Časový průběh

Jak již bylo konstatováno výše (v podkapitole 1.1.2 Časová zpoždění v měnové politice), depreciace reálného měnového kurzu není schopna vyvolat zlepšení běžného účtu okamžitě, ale s určitým časovým zpožděním.
K zachycení průběhu reakce čistých exportů[63] na reálné depreciaci domácí měny v čase slouží tzv. J-křivka.

Obrázek 9: J-křivka



Zdroj: *NEUMANN a kol. (2010), str. 111, vlastní grafické zpracování*

Na obrázku 9 je možno detailně vidět, jaký má znehodnocení domácí měny ekonomický efekt. V prvním období po depreciaci je možno pozorovat zejména negativní jev ve formě dražšího dováženého zboží[64] na domácím trhu. Až po uplynutí určité doby od depreciace (devalvace) lze pozorovat zlepšení běžného účtu. K tomu dochází v důsledku relativního zlevnění vyváženého zboží na zahraničním trhu a relativnímu zdražení dováženého zboží na domácím trhu. Tím dochází k růstu objemu exportovaného zboží a k poklesu importovaného.[65]

[63] Rozdíl vývoz mínus dovoz.

[64] Po přepočtu znehodnoceným domácím měnovým kurzem.

[65] Efekt J-křivky je založen na hypotéze, že krátkodobé poptávkové a nabídkové křivky jsou méně elastické než dlouhodobé. V krátkém období po devalvaci totiž zpravidla dochází k celkovému snížení devizových příjmů země. Příčnou tomu je již zmíněná krátkodobá nepružnost zahraniční poptávky po domácím vývozu. Odběratelé v zahraničí totiž potřebuji nějaký čas na rozmyšlenou, zda změní své dodavatele. Rychlejší reakci většinou brání již předem nasmlouvané dodávky. Určitou roli v tom může mít i počáteční nedůvěra k novému dodavateli. V důsledku stagnace vývozu a nižších exportních cen tak dochází k dočasnému poklesu objemu devizových příjmů země. Nicméně z hlediska dlouhého období by měl vývoz vzrůst a to s pozitivním vlivem na devizové příjmy. Viz MANDEL, TOMŠÍK (2003), str. 52.

3.4 Marshall-Lernerova podmínka

Důležitá podmínka, jejímž splněním dochází při reálném znehodnocení k postupnému odstranění schodku běžného účtu platební bilance.

Vzorec 4: Marshall-Lernerova podmínka

$$\varepsilon_X + \varepsilon_M > 1$$

ε_X – pružnost poptávky po vývozu vzhledem k měnovému kurzu

ε_M – pružnost poptávky po dovozu vzhledem k měnovému kurzu

Zdroj: *NEUMANN a kol. (2010), str. 111, vlastní grafické zpracování*

Jaký bude mít vliv a dopad kurzová změna na hodnotu čistého exportu, záleží na cenových elasticitách poptávky po vývozech a dovozech dané země.[66] Vzorec 4 říká, že v případě ČR znehodnocení domácí měny povede ke zvýšení čistého exportu pouze tehdy, když je součet cenových elasticit vývozu a dovozu větší než jedna.

3.5 Vnější rovnováha

Pojetí vnější rovnováhy je bráno ekonomy různým způsobem:

1) v podobě rovnováhy na běžném účtu,
2) v podobě rovnováhy platební bilance[67].

3.5.1 Rovnováha na běžném účtu[68]

Mezi ekonomy, kteří považují za klíčové saldo běžný účet, patří keynesovci. Tento přístup, preferovaný především z teoretického pohledu, zaujímají vzhledem k bezprostřednímu vlivu čistého vývozu na agregátní poptávku a na zaměstnanost.[69]

---

[66] *„Cenová elasticita vývozu (poptávky po vývozním zboží) udává, o kolik procent se změní množství vývozu, změní-li se vývozní cena o jedno procento. Cenová elasticita dovozu obdobně udává, o kolik procent se změní množství dovozu, změní-li se dovozní cena o jedno procento.“* Viz HOLMAN (2010), str. 147.

[67] *„Platební bilance je statistický záznam ekonomických transakcí subjektů dané země (rezidentů) s ekonomickými subjekty ze zbytku světa (nerezidenty) za určité období, zpravidla jednoho roku.“ Viz* NEUMANN a kol. (2010), str. 94.

[68] Běžný účet tvoří obchodní bilance (vývozy a dovozy zboží), výkonová bilance (bilance služeb), bilance výnosů a běžné převody.

[69] Je-li čistý vývoz kladný, roste agregátní poptávka, je-li však záporný, agregátní poptávka se snižuje. Změny agregátní poptávky mají vliv i na zaměstnanost na domácím trhu.

Praktickým důvodem je pak to, že aktivní saldo běžného účtu znamená pro ekonomiku růst čistých zahraničních pohledávek, zatímco pasivní saldo růst čistých zahraničních závazků.[70]

Dle keynesovců je běžný účet závislý na autonomních položkách, což jsou takové transakce, které mají příčiny mimo platební bilanci. Pro účely této diplomové práce poslouží zmínit jednu z příčin, které utváří běžný účet. Jak je již výše zmíněno, je tomu právě reálný kurz, na kterém je běžný účet závislý.

Obecně platí, že s reálným znehodnocením (růstem) měnového kurzu domácí měny roste i cenová konkurenceschopnost domácích exportérů na trzích v zahraničí.

V rámci tohoto pojetí vnější rovnováhy lze definovat tři základní vyrovnávací procesy, konkrétně jde o kurzový, cenový a důchodový.

3.5.2 Rovnováha platební bilance

Toto pojetí, vzhledem ke zdůraznění dopadů změn peněžní zásoby, je typické pro monetaristy.[71] Pojetí stojí na předpokladech pružných mezd i cen a ekonomiky operující na úrovni potenciálního produktu[72]. Vnější rovnováhu monetaristé berou jako rovnováhu platební bilance jako celku[73], vyrovnávajícími položkami jsou změny devizových rezerv.

Za důsledek vnější nerovnováhy v domácí ekonomice, čímž se míní nerovnováha mezi nabídkou peněz a poptávkou po penězích, je považován přebytek či schodek platební bilance, nikoliv reálné veličiny.

Na úrovni celkového salda platební bilance lze definovat monetární vyrovnávací proces.

V případě ČNB se však nedá hovořit o rovnovážné platební bilanci, neboť z hlediska dlouhodobého sledování je platební bilance ČR zpravidla v přebytku, neboť se jedná o malou otevřenou exportně orientovanou ekonomiku. V rámci ČR je však přebytková platební bilance základním znakem makroekonomické rovnováhy.

[70] KUBIŠTA (1999), str. 245.

[71] HELÍSEK (2002), str. 233.

[72] Tudíž při plné zaměstnanosti.

[73] Situace, kdy se běžný, kapitálový a finanční účet, včetně chyb a opomenutí, vzájemně kompenzují a dosahují tak nulového výsledku.

3.5.3 Model devizové poptávky a nabídky

Z historického hlediska se teoretickým rozpracováním nutných podmínek kurzového vyrovnávacího procesu zabývali A. Marshall, A. P. Lerner a J. Robinsonová. Tito ekonomové se zasloužili o definování podmínek, na základě jejichž splnění znehodnocení domácí měny vede ke zlepšení salda bilance služeb (výkonové bilance).[74]

Model devizové poptávky a nabídky je základem nápravy výkonové bilance v rámci kurzového vyrovnávacího procesu. Ke zlepšení bilance služeb je důležitá *„…pouze změna relativních cen v důsledku pohybu měnového kurzu.“*.[75]

Devizová poptávka v tomto modelu je dána rovnovážným průsečíkem dvou funkcí:

1) zahraniční nabídkou dovozu,
2) domácí poptávkou po dovozu.

V souvislosti s tímto modelem je dobré zmínit, jaké nevýhody plynou pro „malou zemi“ při devalvaci měnového kurzu. V případě malé otevřené ekonomiky nelze na rozdíl od „velkých zemí“ přisuzovat úlohu tzv. „price makera“. Vše je založeno na faktu, že pokles dovozu takové země nemůže nijak zásadně ovlivnit celkovou zahraniční poptávku. Žádná firma v zahraničí totiž nebude kvůli tak nepatrnému snížení poptávky po jejích službách snižovat své ceny. Z toho plyne, že zahraniční importní nabídka je velmi elastická.[76] Z výše popsaného tedy vyplývá, že náprava schodku bilance služeb skrze devalvaci je nutně spojena i se snížením domácí spotřeby.[77]

Devizová nabídka je také dána rovnovážným průsečíkem dvou funkcí:

1) zahraniční poptávkou po domácím vývozu,
2) domácí nabídkou vývozu.

O velikosti dopadu znehodnocení domácí měny rozhoduje opět elasticita, tentokrát zahraniční poptávky po domácím vývozu. Pakli-že je tato poptávka pružná a elasticita domácí vývozní nabídky kladná, pak platí, že v čase po devalvaci devizová nabídka vždy poroste.[78]

---

[74] Jedná se o přístup z hlediska elasticit (elasticity approach).

[75] MANDEL, TOMŠÍK (2003), str. 43.

[76] V případě absolutně elastické zahraniční importní nabídky povede devalvace jenom k poklesu reálného množství dovozu.

[77] Bez možnosti dosáhnout alespoň částečného poklesu zahraničních dovozních cen.

[78] V případě opačného procesu bude po devalvaci docházet k poklesu devizové nabídky.

3.5.3.1 Teorie absorpce

V souvislosti s kritikou modelu devizové poptávky a nabídky, resp. účinnosti kurzového vyrovnání schodku (deficitu) bilance služeb, vznikla tzv. teorie absorpce. Autorem této teorie je S. S. Alexander (1952).

Teorie absorpce zjednodušeně říká, že výkonová bilance se nemůže zlepšit v důsledku znehodnocení domácí měny. Pokud absorpce na domácím trhu po znehodnocení neklesne automaticky, má čistý vývoz za předpokladu, že reálný produkt vzroste, možnost se zlepšit. Růst reálného produktu pak také znamená růst domácího důchodu a tím i nárůst absorpce, neboť je na důchodu z části závislá. *„Jinými slovy řečeno, co se po devalvaci v domácí ekonomice vyrobí navíc, je domácími subjekty vzápětí absorbováno.“*[79] Tento reálný růst je však kompenzován zhoršením směnných relací. Z tohoto důvodu je znehodnocení domácí měny účinné jen tehdy, když se ekonomika pohybuje pod úrovní potenciálního produktu a má tak prostor pro zrychlení tempa reálného růstu.

3.6 Devizové rezervy

Devizové rezervy (DR) hrají klíčovou roli v mezinárodní likviditě. CB zpravidla drží rezervy ve formě vkladů v zahraničních bankách, vládních dluhopisů v klíčových světových měnách, pokladničních poukázek a poskytnutých úvěrů. Do DR patří i volně vyměnitelné měny v hotovosti, reálně existující aktiva v podobě zlata a také potenciálně devizová aktiva, která umožňují čerpat devizové zdroje ve formě úvěrů od zahraničních CB či MMF.

„Nejdůležitější a kvantitativně nejvýznamnější položkou devizových rezerv jsou obvykle peníze na devizových účtech s krátkou dobou splatnosti, které se v případě potřeby stávají zdrojem devizových intervencí. V období války, kdy je omezená možnost dovozu na úvěr se obvykle zdrojem úhrad pro zahraniční strategické dodávky stává zlato a další drahé kovy a kameny.“[80]

[79] MANDEL, TOMŠÍK (2003), str. 57.

[80] REVENDA (2008), str. 557.

Pro tvorbu DR se všeobecně uvádějí následující důvody.

1) Dostatečné množství DR přispívá k vytvoření příznivého klimatu pro zahraniční investice.
2) DR slouží jako ochrana před devalvací měny, neboť představují zdroj pro intervenční nákup domácí měny ve prospěch posílení jejího kurzu v případě neúnosného poklesu.
3) DR poskytují domácímu bankovnímu systému likviditu v zahraniční měně.
4) DR zabezpečují zdroje pro financování zahraničních operací státu.
5) DR se mohou použít ke splacení zahraničních závazků, neboť představují zdroj pro plnění závazků zahraniční dluhové služby státu.[81]

3.6.1 Světové devizové rezervy

Pravidelné čtvrtletní statistiky světově držených devizových rezerv jsou zveřejňovány Mezinárodním měnovým fondem (MMF). Na obrázkách 10 a 11 níže je možné pozorovat, jak se devizové rezervy v rámci posledních pár čtvrtletí vyvíjely.

Obrázek 10: Celková světová výše devizových rezerv

(v mld. USD)

World (US Dollars, Billions)

	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017
Total Foreign Exchange Reserves	10,970.82	10,995.63	10,716.88	10,902.39	11,120.94
Allocated Reserves	8,062.84	8,357.26	8,421.80	8,840.27	9,263.81
Claims in U.S. dollars	5,258.95	5,406.95	5,502.86	5,713.17	5,909.10
Claims in euros	1,562.05	1,642.34	1,611.11	1,702.08	1,844.53
Claims in Chinese renminbi			90.78	95.13	99.36
Claims in Japanese yen	329.05	349.71	332.86	400.03	429.49
Claims in pounds sterling	367.23	367.82	365.83	376.98	408.08
Claims in Australian dollars	136.97	150.19	142.30	157.90	163.98
Claims in Canadian dollars	147.76	159.91	163.14	168.95	180.22
Claims in Swiss francs	14.28	14.74	13.69	14.48	15.69
Claims in other currencies	246.54	265.60	199.22	211.55	213.35
Unallocated Reserves	2,907.98	2,638.38	2,295.08	2,062.12	1,857.13

Ordering of the currencies follows SDR basket weights (SDR currencies) and alphabetical order (non-SDR currencies).

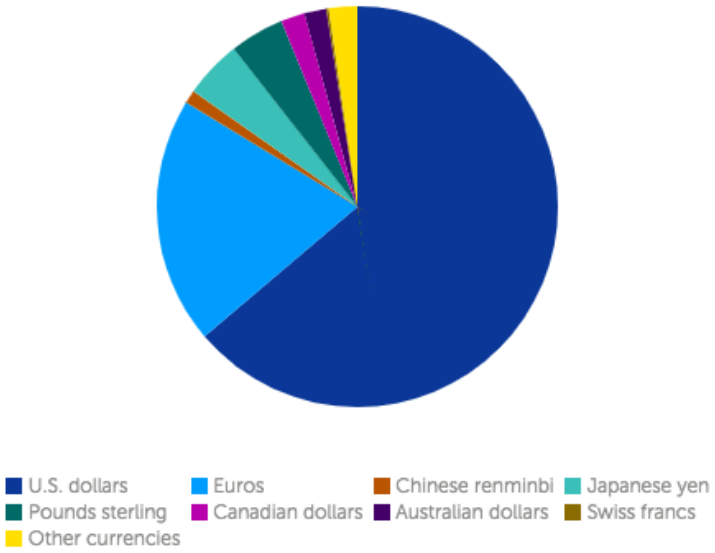
Zdroj: *IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*

[81] JANKOVSKÁ (2003).

Jak je vidět na obrázku 11 níže, světové devizové rezervy jsou drženy zejména v měně USD (63,79 %) a EUR (19,91 %).[82]

Obrázek 11: Světové alokované rezervy dle měny

(2. čtvrtletí roku 2017)



Zdroj: *IMF, Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*

3.6.2 Struktura devizových rezerv ČNB[83]

Z výše uvedeného obrázku 11 je možné pozorovat, že větší množství devizových rezerv je drženo v hlavních světových měnách, což je zejména v důsledku devizových intervencí ČNB. Na druhé straně však ČNB drží poměrově malé množství zlata, kterého se z velké části zbavila v letech 1997-1998. V rámci hodnocení jeho likvidity, bezpečnosti a výnosnosti zlato tehdy přestalo vyhovovat potřebám ČNB. V těchto letech tak odprodala cca 80 % všech svých zlatých rezerv. Z celkového množství 56 tun ji tak zbylo pouhých 14 tun, které ČNB používá zejména pro výrobu zlatých mincí pro širokou veřejnost. Objemy zlata se neustále snižují, k listopadu roku 2017 ČNB vlastnila už jen 9,33 tun zlata (viz obr. 12 níže).

[82] IMF. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* [online]. Poslední aktualizace: 29.9.2017 [citace: 8.12.2017]. Dostupné z: http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4

[83] ČNB. *Otázky a odpovědi k tématu zlata jako součásti devizových rezerv ČNB* [online]. [Citace: 8.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/otazky_a_odpovedi_k_tematu_zlata.html

Obrázek 12: Struktura devizových rezerv ČNB k listopadu roku 2017 v mld. USD

(předběžná data)

A. Stav devizových rezerv	145740,76
(1) Devizové rezervy (v konvertibilních měnách)	121167,16
(a) Cenné papíry	87392,92
Z toho: zahraniční emise emitentů se sídlem v tuzemsku	
(b) Depozita:	33774,25
(i) v jiných centrálních bankách, u BIS a IMF	33333,42
(ii) u bank se sídlem v tuzemsku	0,00
Z toho: umístěno v zahraničí	0,00
(iii) u bank se sídlem v zahraničí	440,83
Z toho:umístěno v tuzemsku	0,00
(2) Rezervní pozice u IMF	484,32
(3) SDR	647,45
(4) zlato (včetně zlatých depozit, případně zlata ze swapových operací)	389,09
-- objem v mil. trojských uncí	0,30
(5) ostatní rezervní aktiva (specifikace)	23052,74
-- finanční deriváty	0,00
-- půjčky nebankovním subjektům nerezidentům	
-- ostatní (bankovky a kolaterály v reverzních repo-operacích)	23052,74
B. Ostatní devizová aktiva (specifikace)	334,16
-- cenné papíry nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	201,37
-- depozita nezahrnutá do oficiálních rezervních aktiv	7,49
-- půjčky nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	8,02
-- finanční deriváty nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	112,63
-- zlato nezahrnuté do oficiálních rezervních aktiv	4,65
-- ostatní	

Zdroj: *ČNB, Devizové rezervy – struktura (2017)*

ČNB nebyla v 90. letech jedinou CB, která větší objem zlata již nechtěla držet v rámci svých devizových rezerv. Od poloviny 90. let tak postupně CB většiny vyspělých ekonomik začaly odprodávat zásoby zlata s cílem převést výnosy z tohoto odprodeje do cenných papírů, zejména pak dluhopisů, kde spatřovaly vyšší úrokové výnosy. Zlato v té době považovali za nelikvidní a z hlediska cenové stability za rizikovou investici, a tak neměli motivaci zásoby zlata nadále držet. Např. SNB odprodala v období 1999-2009 celkem 1.550 tun zlata, a své zásoby tak snížila o 60 %, významné objemy zlata prodaly rovněž i CB Nizozemska (370 tun) a Francie (538 tun).

[84]V roce 2010 se však CB na celém světě proměnily z čistých prodejců na zcela čisté kupce zlata. V roce 2015 tak společně zvětšily své zásoby o přibližně 483 tun, což je druhý největší roční součet od konce zlatého standardu (největší aktivitu projevily Rusko a Čína). V 2. polovině roku 2015 byl dokonce WGC (World Gold Council) zaznamenán nejsilnější nákup.

[85]Je důležité poznamenat, že ne každá velká CB je v současnosti čistým kupujícím. Bank of Canada např. likvidovala téměř veškeré své zásoby zlata, především skrze prodej mincí. Venezuela se pak zbavuje také zlata, ale ve snaze splatit své dluhy. V souhrnu se však většina světových CB v současnosti snaží držet a hromadit zásoby vzácných kovů.

[86]Mezi TOP 10 největších držitelů zlata, dle statistik z roku 2016, patří s velkým náskokem USA, které drží 8.133,5 tun zlata, což tvoří 74,9 % z jejich celkových zahraničních rezerv. Na druhém místě je Německo (3.381 tun), následováno Itálií (2.451,8 tun). Obě tyto země mají zásoby zlata okolo 68 % v poměru ke svým celkovým rezervám. Mezi TOP 10 je i Nizozemsko (612,5 tun), Švýcarsko (1.040 tun) a Francie (2.435,7tun), jež s nástupem 21. století své zásoby zlata masivně zmenšilo.

3.6.3 Výše a přiměřenost devizových rezerv

Jak je možno v posledních letech pozorovat, zatímco jedny země bojují s klesajícím objemem devizových rezerv, některé země, aktuálně např. Švýcarsko či Česká republika, akumulují v důsledku devizových intervencí, obrovské objemy rezerv, zejména pak v poměru ke svému HDP.[87]

Jednou a pravděpodobně jedinou výhodou držení velkého objemu devizových rezerv je, že slouží jako pojistka ke státnímu zajištění vlastní měny před případnou měnovou krizí. I tato výhoda však v dnešním expandujícím světě ztrácí na významu. Dalším důvodem akumulace velkého objemu devizových rezerv může být snaha CB vyhnout se případné deflaci, jako to bylo prezentováno v případě české ekonomiky.

---

[84] HOLMES. *Top 10 Countries With The Largest Gold Reserves* [online]. 26.5.2016 [citace: 8.12.2017]. Dostupné z: https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/05/26/top-10-countries-with-the-largest-gold-reserves/#21a697b8730a.

[85] HOLMES. *Top 10 Countries With The Largest Gold Reserves* [online]. 26.5.2016 [citace: 8.12.2017]. Dostupné z: https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/05/26/top-10-countries-with-the-largest-gold-reserves/#21a697b8730a.

[86] HOLMES. *Top 10 Countries With The Largest Gold Reserves* [online]. 26.5.2016 [citace: 8.12.2017]. Dostupné z: https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/05/26/top-10-countries-with-the-largest-gold-reserves/#21a697b8730a.

[87] Podrobněji popsáno v Kapitole 8 Vývoj devizových rezerv.

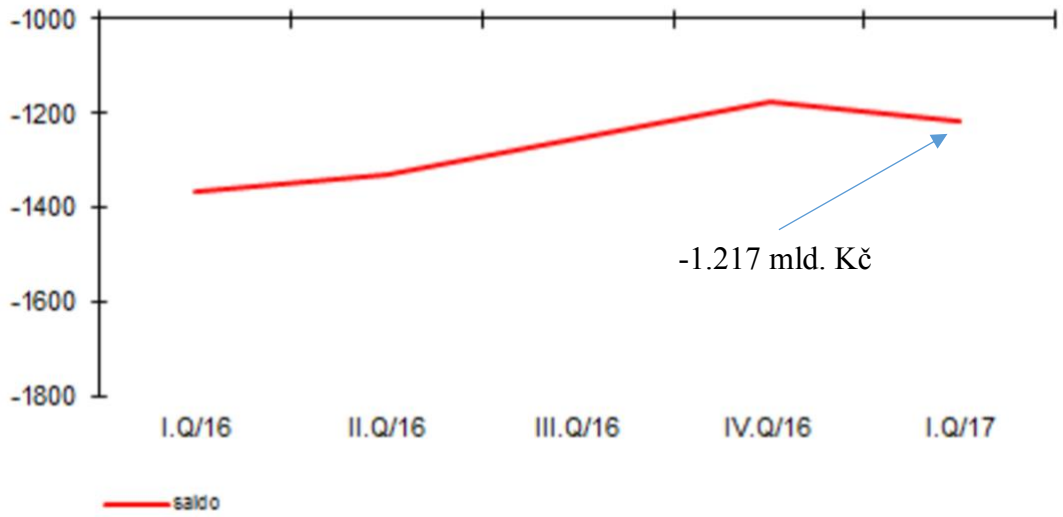
3.6.3.1 Standardní hodnocení přiměřenosti devizových rezerv

V reakci na řadu měnových krizí, zejména pak z 90. let, se v odborné literatuře začala objevovat sada nástrojů, dle kterých by se měla hodnotit přiměřenost rezerv pro rozvojové země.

Základním a primárním pravidlem, který řeší minimální velikost DR, je tzv. Guidotti-Greenspanovo pravidlo, dle kterého by se DR měly rovnat krátkodobým zahraničními závazkům dané země.[88] Celá logika tohoto doporučení spočívá v tom, že by státy měly být schopné plnit své závazky v případě náhlého vzniku schodku kapitálového účtu, neboť *„… tento indikátor odráží schopnost země obsluhovat existující vlastní krátkodobý dluh (do 1 roku) v případě, když se zhorší vnější podmínky financování.“*[89]

Obrázek 13: Vývoj salda investičních pozic ČR vůči nerezidentům

(v mld. Kč, stav ke konci období)



Zdroj: *ČNB, Investiční pozice a zadluženost České republiky vůči zahraničí (2017)*

Jak je možné vidět na obrázku 13 výše, v prvním čtvrtletí roku 2017 se deficit investiční pozice ČR vůči zahraničí prohloubil, a to o celých 41,4 mld. Kč, čímž se dostal na hodnotu 1.217 mld. Kč.[90]

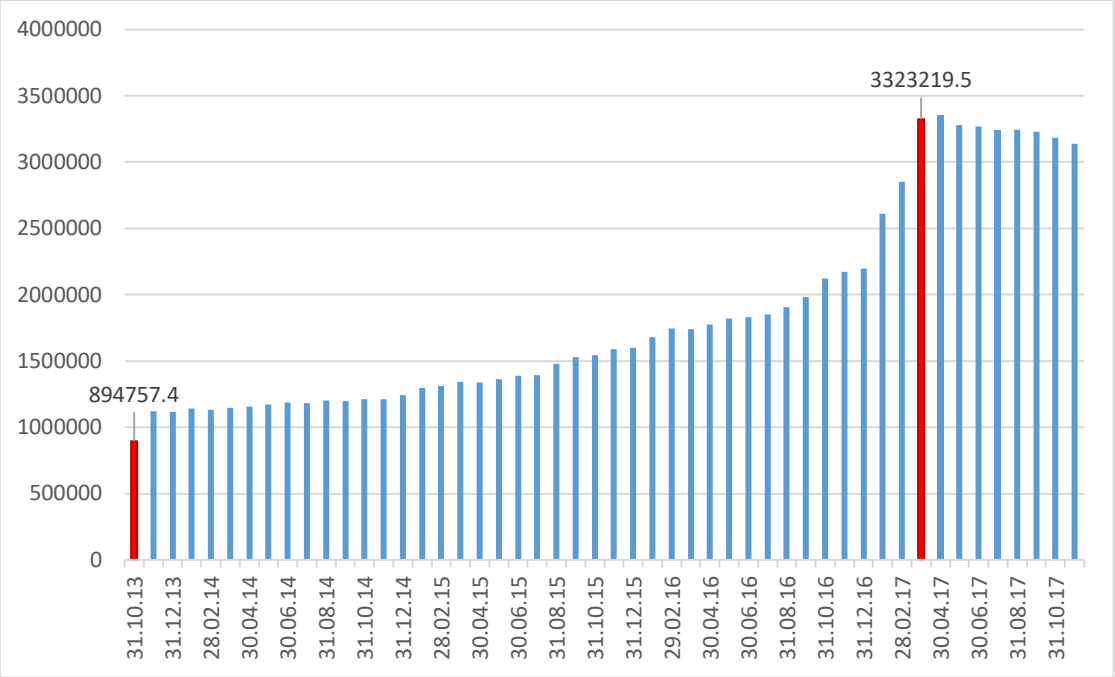
---

[88] SEDLÁČEK (2010).

[89] SEDLÁČEK (2010), str. 5.

[90] ČNB. *Investiční pozice a zadluženost České republiky vůči zahraničí* [online]. 30.6.2017 [citace: 12.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/investicni_pozice/ip_komentar.html. Údaje z pozdějších měsíců roku 2017 nebyly v době zpracování veřejně dostupné.

Graf 2: Devizové rezervy ČNB v mil. Kč



Zdroj: *ČNB, Devizové rezervy – časová řada, vlastní zpracování*

Z grafu 2 výše, lze vyčíst, že v tomto smyslu české devizové rezervy požadavky výše zmíněného Guidotti-Greenspanova pravidla výrazně převyšují. Zatímco v březnu roku 2017 byla korunová protihodnota celkového krátkodobého vnějšího zadlužení ČR 1.217 mld. Kč, k témuž datu představovaly české devizové rezervy hodnotu cca 3.323 mld. Kč, což je téměř trojnásobek. Kdyby se tedy ČR potýkala s 30% apreciací měny stejně jako tomu bylo v případě Slovenské republiky[91], znamenalo by to pro ČR ztrátu v hodnotě převyšující 1.100 mld. Kč. V opačném případě, při dodržování Guidotti-Greenspanova pravidla, by však apreciace vedla ke ztrátám třetinovým, tedy cca k 350 mld. Kč.

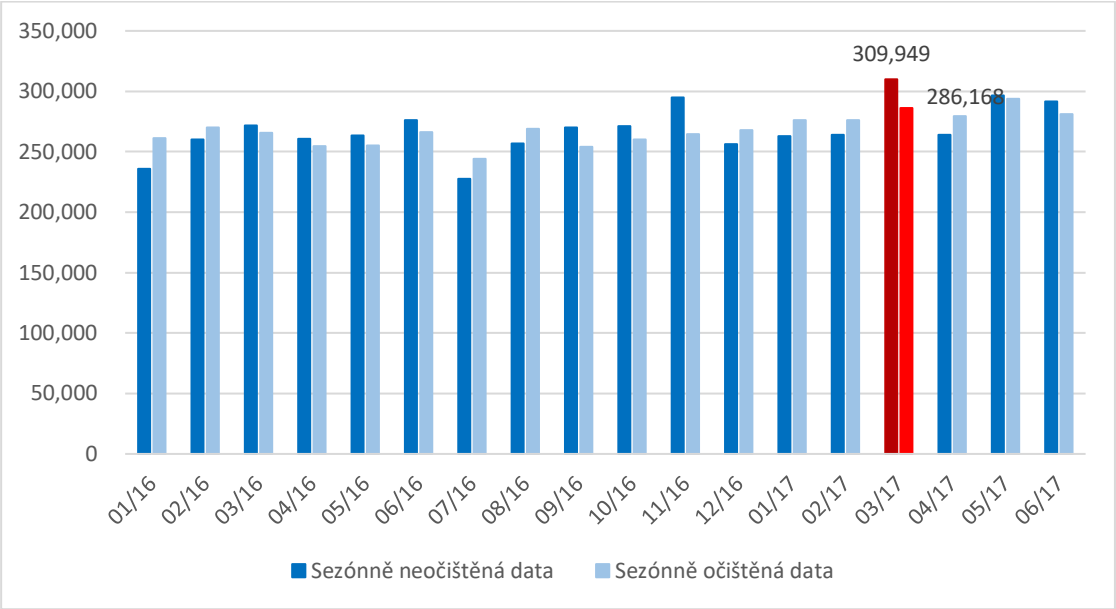
Přiměřenost DR lze analyzovat také vztažením jejich objemu k dalším makroekonomickým ukazatelům národního hospodářství. V praxi se používá např. podíl DR na hrubém domácím produktu.[92] Dalším hojně využívaným propočtem je vydělení objemu DR měsíčním objemem dovozu, čímž vyjde počet měsíců, po které by měly být

[91] Slovenská republika od svého vstupu do ERM II a stanovení centrální parity zaznamenala posílení své měny o cca 27,6 %. Vlastní výpočet viz NBS. *2005-2008 (inflačné cielenie v ERM II)* [online]. [Citace: 11.12.2017]. Dostupné z: https://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-nbs-do-roku-2009/2005-2008-inflacne-cielenie-v-erm-ii. Bere-li se to od podání žádosti, pak lze hovořit o 30 %.

[92] GREEN, TORGERSON (2007).

DR schopny dovoz financovat. Obecným pravidlem je, že by se měly DR rovnat 3-4 násobku měsíčního dovozu.[93]

Graf 3: Vývoj dovozu ČR v letech 2016-2017 (v mil. Kč, běžné ceny)



Zdroj: *ČSÚ, Zahraniční obchod se zbožím – národní pojetí – časové řady, vlastní zpracování*

Jak je vidět na grafu 3 výše, objem dovozu v březnu roku 2017 činil 310 mld. Kč, což z hlediska výše uvedeného propočtu dělá necelých 11 měsíců. I dle překročení tohoto doporučení lze usoudit, že jsou DR ČR značně předimenzované.

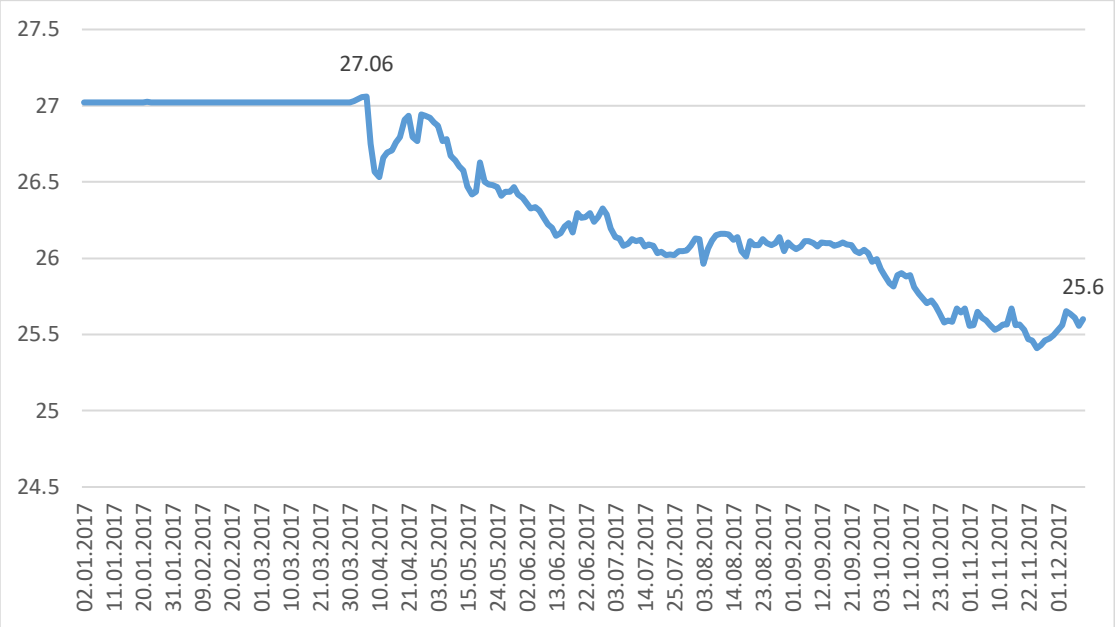
3.6.3.2 Náklady a rizika spojené s držením devizových rezerv

DR mohou být pro daný stát přínosem, ČNB však musí tyto DR ukládat do vhodných finančních instrumentů, které budou při vysoké likviditě přinášet alespoň nějaký výnos. Dle vývoje finančního trhu v poslední letech není však tento výnos nijak vysoký, zpravidla se pohybuje v řádech 1 % ročně. Z tohoto důvodu je nutné si uvědomit, že s držením DR jsou také spojené určité náklady a případná rizika.

Vzhledem k tomu, že valná část DR vznikla až v posledních letech v důsledku devizových intervencí sloužících k oslabení koruny, viz graf 2 výše, je nutné si uvědomit, že si tím zároveň ČNB otevřela devizovou pozici a přijala vskutku silné kurzové riziko.

[93] GREEN, TORGERSON (2007).

Graf 4: Vývoj kurzu CZK/EUR v roce 2017



Zdroj: *ČNB, Kurzy devizového trhu, vlastní zpracování*

Během intervence byla eura nakupována za kurz vyšší než 27 CZK/EUR, přičemž již při exitu z kurzového závazku dne 6.4.2017 bylo vidět posilování kurzu koruny nad tuto hranici viz graf 4 výše, který se ČNB snažila tlumit nákupem ohromného množství devizových rezerv, viz graf 2 výše, což znamená, že každá takováto koruna přinese ČNB ztrátu. Jak lze na grafu 4 výše pozorovat, od opuštění kurzového závazku se kurz CZK vůči EUR zhodnotil o více než 5 %, a v současnosti se tak pohybuje kolem hodnoty 25,6 CZK/EUR, což znamená rozdíl téměř 1,5 Kč. Takovéto a větší posílení měny může pro ČNB znamenat obrovské ztráty.

ČNB drží devizové rezervy nejen v hlavních světových měnách, ale také ve formě dluhopisů a akcií. Vzhledem k tomu, že je v tomto případě CB účastníkem kapitálového trhu a cenné papíry nepředstavují vysoce likvidní instrument, může to pro ni znamenat jistá rizika.

1. CB nemá dostatečné informace o instrumentech a subjektech, do kterých na kapitálovém trhu investuje, v důsledku čehož nemá jistotu výnosu.
2. CB investuje skrze tržní indexy, které jsou cyklické, což pro ni v budoucnosti může znamenat jisté ztráty.
3. V době potřeby prodeje držených cenných papírů může být na trhu nedostatečná, či dokonce žádná poptávka, což opět může vést k vysokým ztrátám.

S plánovým exitem z kurzového závazku se objevila i možnost přechodu ČR na euro. To by však pro ČNB znamenalo, že by musela veškeré své závazky vyměnit za eura jednorázově a v takovém kurzu, na jehož úroveň by neměla vliv, neboť hodnotu vstupního kurzu do Eurozóny určuje po ověření tržního kurzu Evropská komise společně s ECB. S ohledem na příklad Slovenské republiky, u níž od stanovení centrální parity kurzu při přechodu na euro v systému ERM II došlo ke 30% posílení měny, by to v případě ČR znamenalo ztrátu více než 1,5 bil. Kč. ČNB byla již v minulých letech, ještě před zahájením devizových intervencí, mnohokrát napadána v Konvergenčních zprávách ECB kvůli záporné výši vlastního kapitálu, která prý může nepříznivě ovlivnit schopnost CB plnit své úkoly.[94] V důsledku devizových intervencí je již v současnosti ČNB v kumulativních záporných hodnotách – k 30.11.2017 ztráta za účetní období činí - 243.882 mil. Kč, přičemž základní kapitál a rezervní fondy pouhých 61.480 mil. Kč.[95] Na příkladu Slovenska lze vidět, že se vstupem do Eurozóny by mohlo dojít k výraznému prohloubení a ztráty by mohly být i několikanásobně vyšší.

[94] ČNB. *Česká národní banka nesouhlasí s Konvergenční zprávou ECB* [online]. 12.5.2010 [citace: 16.9.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2010/20100512_convergence.html.

[95] ČNB. *ČNB – dekádní bilance 4. čtvrtletí 2017* [online]. [Citace: 16.9.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/dekadni_bilance/dekadni_bilance_archiv/2017/dekadyq4_2017.html.

4 Inflace a deflace

Ceny, každodenní jev, který se stal nepostradatelnou součástí našich životů. Ceny ovlivňovaly, ovlivňují a vždy budou ovlivňovat život každého člověka. Již z dob směnného obchodu lidé uvažují, co si mohou za své komodity/peníze, dovolit směnit/koupit. Každý člověk analyzuje, jaký pro něj bude mít daný obchod užitek a změna cenové hladiny v tom hraje velmi důležitou roli. Cílem každého spotřebitele i výrobce je získat co největší přebytek[96]. Nicméně se zvyšováním cenové hladiny, dochází zpravidla ke zmenšování těchto přebytků. Z tohoto důvodu je důležité sledovat změny cenové hladiny. Člověk pak dokáže předvídat dopady těchto změn na jeho kupní sílu a v důsledku i na jeho životní styl.

4.1 Inflace

Slovem inflace je zpravidla myšlen „všeobecný růst cenové hladiny v čase“[97]. Kdybychom se měli zaobírat detailnější definicí, postačí jistě definice od pana profesora Roberta Holmana, který ve své knize Ekonomie definuje inflaci jako „zmenšování kupní síly peněz“[98]. Jinými slovy inflace snižuje množství statků a služeb, které si člověk může dovolit koupit za svůj důchod. Důležité je však neopomenout, že se zvyšují nejen ceny statků a služeb, ale i ceny všech výrobních faktorů – mzdy, úroky, nájemné atd.

V rámci měření se pak často setkáváme s pojmem „míra inflace“, která je obecně definována jako úhrnná změna cenové hladiny v relativním vyjádření.[99] Dosažená míra inflace je využívána pro různé účely. Nepostradatelnou roli hraje pro účely valorizace mezd, důchodů a sociálních příjmů, nájemních a mnohých dalších smluv.

Výpočtem inflace, cenových indexů, se pak zabývá cenová statistika. Každý z těchto indexů má svoje kladné a záporné stránky, proto je třeba si uvědomit, co je od daného výsledku očekáváno.

---

[96] přebytek spotřebitele/výrobce

[97] ČSÚ. *Inflace, míra inflace – Metodika* [online]. [Citace: 10.1.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace.

[98] HOLMAN (2011).

[99] JÍLEK, MORAVOVÁ (2007).

Která míra inflace je ta „pravá“? Pro zodpovězení této otázky je nutno se soustředit na správnou interpretaci všech cenových indexů, jejímž základem je si uvědomit období, ke kterému je příslušný index počítán.

V případě vyjadřování míry inflace pomocí indexu spotřebitelských cen je možno se setkat s různými čísly. Důležité je říci, že i když jsou čísla rozdílná, všechna jsou správná. Základní podmínkou je časové, prostorové a věcné vymezení. Tím je myšleno vymezení období, za které je míra inflace počítána a dále základ, k němuž se uvedené období porovnává.

Na základě tohoto jsou nejčastěji využívány 4 níže uvedené inflace:

1. Míra inflace vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen,
2. Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku,
3. Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k předchozímu měsíci,
4. Míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen k základnímu období (rok 2005=100).[100]

Vývoj cenové hladiny je možné zachytit různými způsoby, je však vždy důležité se zaměřit na to, co vlastně chceme sledováním tohoto makroekonomického ukazatele zjistit. Na základě toho, k čemu výsledky příslušného sledování chceme využít, nám poslouží vhodně zvolená metodika výpočtu inflace. Závěrem lze tedy říci, že je nutné si nejprve zodpovědět otázku, za jakým účelem si přejeme zjistit změny cenové hladiny a dle toho zvolit vhodný ukazatel.

Jak už bylo řečeno, informace o dosažené míře inflace[101] skrze index spotřebitelských cen jsou zejména využívané k valorizaci mezd, pro účely výpočtu

---

[100] „K navázání na stávající časovou řadu průměr roku 2005=100, ze které jsou počítány indexy k dalším základům (předchozí měsíc = 100, stejné období minulého roku = 100 a index klouzavých průměrů za posledních 12 měsíců k průměru 12 předcházejících měsíců), byla použita metoda řetězení indexů.“ Viz ČSÚ. *INDEXY SPOTŘEBITELSKÝCH CEN, REVIZE 2014, Historie a současnost* [online]. 2014, str. 6 [citace: 17.12.2016]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23172389/revize_2014.pdf/0e9753a9-f057-4116-b2c2-1c5ef4cdf099?version=1.1.

ČSÚ. *Inflace, míra inflace – Metodika* [online]. [Citace: 10.1.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace.

[101] Mírou inflace je míněn procentní přírůstek indexů spotřebitelských cen.

sociálních příjmů a důchodů, a také v souvislosti s nájemními či jinými smlouvami, kde je zakotvena podmínka revize původně dohodnutého finančního plnění v závislosti na vývoji inflace.

Za stinnou stránku tohoto indexu lze však považovat fakt, že časem se faktické výdaje domácností odchylují od vah použitých v indexu, což může vést ke skryté inflaci.

Všeobecně uznávanou výhodou Indexu cen výrobců je zase fakt, že jeho vývoj signalizuje nadcházející změny v CPI. Z tohoto důvodu je tento index opravdu důležité sledovat, neboť na je na jeho základě možnost stavit prognózu vývoje spotřebitelských cen.

Implicitní cenový deflátor nám pak zachycuje celkovou změnu cenové hladiny, neboť zahrnuje všechny statky a služby v dané ekonomice, nikoliv pouze konkrétní spotřební koš., díky čemuž je tento index objektivnější. Co více, díky teritoriálnímu pojetí, zahrnuje pouze statky a služby vyrobené v dané ekonomice, nikoliv statky a služby importované. Na rozdíl od předešlých dvou indexů, které jsou zjišťovány v terénu, je však tento ukazatel počítán tzv. „od stolu“, tedy až po ukončení sledovaného období, kdy jsou dostupné údaje o vývoji HDP. To může být bráno jako jistá nevýhoda.

4.1.1 Druhy inflace

Inflaci můžeme dělit dle několika hledisek, dle závažnosti, vlivu relativní ceny, očekávání či příčiny.

4.1.1.1 Dle tempa růstu cen

Dle závažnosti (tempa růstu cen) dělíme inflaci na:

1) mírnou,
2) pádivou a
3) hyperinflaci.

Mírnou inflací se rozumí míra inflace řádově jednociferná. Znamená to tedy, že ceny rostou pomalu. Cenová hladina je relativně stabilní, čímž nebudí v lidech nedůvěru. Jedná se o stav typický zpravidla pro ČR.

Pádivá inflace se pohybuje v řádech až trojciferných čísel, což znamená vskutku rychlý narůst cen, což je pro ekonomické trhy nebezpečná situace. Lidé nenakupují, ale hromadí své statky, důvěra ve finanční sektor upadá, s čímž je spojeno i samotné odumírání finančního trhu a neposlední řadě vážné hospodářské poruchy.

Hyperinflace je extrémní případ nárůstu cen, kdy je tempo růstu cen natolik vysoké, že se téměř nestíhají tisknout nové peníze, díky čemuž dochází ke kompletní ztrátě důvěry ve finanční sektor, a v důsledku toho ke kolapsu dané měny. Ukázkovým příkladem bylo Německo v letech 1920-1923, které se již na počátku války rozhodlo zrušit svůj zlatý standard. To však znamenalo, že bylo možné vydávat nekryté bankovky. Války obecně jsou hodně drahá záležitost, množství peněz v oběhu tak narostlo do takových rozměrů, až se stalo tempo růstu míry inflace neudržitelným. Dne 15.11.1923 tak Německo oficiálně zavedlo novou měnu zvanou „rentová marka“.

4.1.1.2 Dle vlivu relativní ceny

Dalším teoretickým dělením je:

1) Inflace vyrovnaná a
2) Inflace nevyrovnaná.

Inflaci v tomto případě dělíme dle vlivu relativní ceny, tedy, zda je růst cen u všech složek stejný.

4.1.1.3 Podle očekávání

V teorii se také můžeme setkat s dělením inflace dle toho, zda je očekávaná (anticipovaná) nebo neočekávaná (neanticipovaná).

V rámci anticipované inflace se jedná o situaci, se kterou subjekty počítají, to znamená, že ji zahrnou do svého inflačního očekávání, a tudíž i rozhodování. Jde-li však o druhý případ, může to znamenat nepříjemné důsledky pro celou ekonomiku.

4.1.1.4 Podle příčiny vzniku

Toto dělení je zdaleka nejdůležitější, neboť nám popisuje, zda se jedná o inflaci způsobenou poptávkovým, či nabídkovým šokem.

4.1.1.4.1 Poptávková inflace

V případě poptávkové inflace je podnět zapříčiňující inflaci na poptávkové straně. Takováto situace je většinou způsobena snahou vlády udržet ekonomiku natolik výkonnou, že je nad potenciálním produktem, přičemž nezaměstnanost se snaží držet pod její přirozenou mírou. Reálně to tedy znamená, že růst poptávky sice způsobí krátkodobě

růst rovnovážného výstupu nad úroveň potenciálního produktu a růst cenové hladiny. V dlouhodobém období však tento růst poptávky vede k růstu cenové hladiny.

4.1.1.4.2 Nabídková inflace

V situaci nabídkové inflace se hovoří o tzv. „nabídkových šocích“, mezi něž lze zařadit např. růst nominálních mezd, jež je rychlejší než růst produktivity práce, růst cen surovin a energií, růst daňového zatížení, depreciace domácí měny země, jež je závislá na dovozu či válečné konflikty. Tato inflace ani krátkodobě nepřináší nic pozitivního, neboť v důsledku nabídkových šoků (viz. ropné šoky) dochází jak k poklesu výkonu dané ekonomiky, tak k růstu cenové hladiny.

4.1.2 Členění dle ČNB

Kromě oficiálních ukazatelů inflace, které jsou v ČR publikovány ČSÚ, ČNB pro posouzení domácího vývoje cenové hladiny používá i tzv. alternativní měřítka inflace. „*Jejich cílem je odfiltrovat jednorázové, přechodné (a většinou exogenní) vlivy, a získat tak ukazatel odrážející pouze fundamentální faktory domácího cenového vývoje.*“[102] Tyto ukazatele jsou pro ČNB rozhodující zejména tehdy, když je celková inflace výrazně ovlivněna vnějšími šoky (např. prudký propad světových cen ropy).

4.1.2.1 Čistá inflace

Čistá inflace představuje pohyb pouze neregulované části spotřebního koše, tzn. po vyloučení položek regulovaných cen (viz obrázek 14 níže). Čistá inflace je dále očištěna o vliv nepřímých daní, případně rušení dotace.

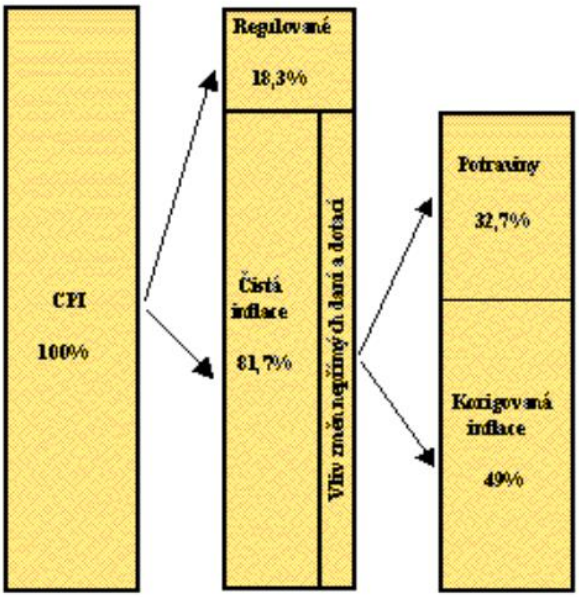
Do roku 2001 (včetně dlouhodobého cíle pro rok 2005) byl inflační cíl stanoven vždy čisté inflaci.[103]

---

[102] ČNB. *Mediánová inflace* [online]. [Citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_II/boxy_a_prilohy/zoi_2015_II_box_1.html.

[103] ČNB. *Co to je inflace?* [online]. [Citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_inflace.html.

Obrázek 14: Členění a návaznosti spotřebního koše využívané pro hodnocení inflace ČNB



Zdroj: *ČNB, Charakteristika skupin spotřebního koše využívaných pro hodnocení inflace (1998)*

4.1.2.2 Korigovaná inflace bez pohonných hmot

Jak je možno vidět na obrázku 14 výše, v rámci čisté inflace ČNB dále samostatně sleduje a analyzuje segmenty jako vývoj cen potravin[104] a korigovanou inflaci.

Korigovaná inflace je tedy čistá inflace očištěná o vliv cen potravin. Pro ČNB je velmi důležitá, neboť právě tato inflace je nejvíce ovlivnitelná měnovými opatřeními CB.

Protože v některých případech mohou být vlivy silné nejen u zemědělské výroby či u zboží a služeb s regulovanými ceny, ale např. také u ropy a zemního plynu, používá ČNB pro své účely ještě korigovanou inflaci bez pohonných hmot (PH), což je *„… index cen nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, administrativních zásahů a bez pohonných hmot.“*[105]

4.1.2.3 Měnově-politická inflace[106]

Jednoduše řečeno, měnově-politická inflace (MPI) je ta, na kterou reaguje měnová politika. Jedná se o celkovou inflaci očištěnou o primární dopad změn nepřímých daní.

---

[104] Tento segment je značně variabilní, s vysokou mírou sezónnosti. Viz. vliv počasí, částečně politika státu, atd.

[105] ČNB. *Co to je inflace* [online]. [Citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_inflace.html.

[106] ČNB. *Co to je měnověpolitická inflace?* [online]. [Citace: 11.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_menovepoliticka_inflace.html.

ČNB s touto inflací počítá od července roku 2003, kdy byl vliv nepřímých daní na prognózu poprvé významný. V rámci měnové politiky se ČNB snaží tedy reagovat tak, aby se MPI pohybovala v horizontu prognózy v blízkosti stanoveného inflačního cíle s ohledem na ekonomickou aktivitu a stabilitu finančních trhů.

4.1.3 Ukazatele míry inflace

Statistické vyjádření inflace vychází z měření čistých cenových změn pomocí dvou základních nástrojů a jednoho pomocného.

1. Deflátor HDP
2. Index spotřebitelských cen (CPI)
3. Index cen výrobců (PPI)

4.1.3.1 Index spotřebitelských cen

Za základní a jeden z nejpoužívanějších indexů pro měření inflace lze bez pochyb považovat Index spotřebitelských cen neboli Consumer Price Index (CPI). Jak samotný název napovídá, tento index odráží změnu cen výrobků a služeb, které jsou spotřebovány domácnostmi, v konkrétní oblasti a za příslušné období, obvykle 1 rok.

Informace o dosažené míře inflace[107] skrze index spotřebitelských cen jsou zejména využívané k valorizaci mezd a pro účely výpočtu sociálních příjmů a důchodů. Důležité je neopomenout, že jsou tyto informace stěžejním bodem také v souvislosti s nájemními či jinými smlouvami, kde je zakotvena podmínka revize původně dohodnutého finančního plnění v závislosti na vývoji inflace.

4.1.3.1.1 Spotřební koš

K měření vývoje cenové hladiny se přistupuje na základě srovnání nákladů na nákup spotřebního koše[108] statků a služeb (cca 700) ve dvou příslušných obdobích, v běžném a základním období[109]. Každý reprezentant má v příslušném spotřebním koši

[107] Mírou inflace je míněn procentní přírůstek indexů spotřebitelských cen.

[108] „Od ledna 2016 se provádí výpočet indexů spotřebitelských cen na novém spotřebním koši založeném na váhách roku 2014. Současně došlo u cenových indexů ke změně ceny základního období z prosince 2013 na prosinec 2015." ČSÚ. *INDEXY SPOTŘEBITELSKÝCH CEN, REVIZE 2014, Historie a současnost* [online]. 2014, str. 6 [citace: 17.12.2016]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23172389/revize_2014.pdf/0e9753a9-f057-4116-b2c2-1c5ef4cdf099?version=1.1.

[109] Za běžný rok je myšlen konkrétní daný rok. Základní rok je pak chápán jako rok výchozí.

svou váhu, která je určena podílem výdajů na konkrétní statek/službu. Do spotřebního koše je zařazeno:

1. Potravinářské zboží (nápoje, potraviny, tabák),
2. Nepotravinářské zboží (odívání, drogistické a drobné zboží, nábytek, zboží pro dopravu a volný čas, potřeby pro domácnosti, zboží pro osobní péči aj.),
3. Služby (provozu domácností, opravárenské, z oblasti bydlení, dopravy, zdravotnictví, volného času, sociální péče, ubytování a stravování, volného času, finanční služby o osobní péče).

4.1.3.1.2 Revize dat

„ČSÚ definuje revize jako proces kontroly (příp. změny) údajů za využití statistických a matematických metod nebo metod používaných pro tvorbu prognóz a kvalifikovaných odhadů. "[110] Revize dat jsou tedy prováděny na základě nově zjištěných relevantních informací, případně nově vzniklých pravidel, definic, doporučení, metodických postupů či právních předpisů. Základní podmínkou každé revize je však existence jednoho a více srozumitelně definovaných racionálních důvodů.

Politikou revizí se ČSÚ snaží pouze přispět k transparentnosti její činnosti týkající se veřejně publikovaných údajů. Vzhledem k tomu, že revize dat ze strany ČSÚ nehrají z hlediska této diplomové práce podstatnou roli, neboť nijak neovlivňují výsledky praktické části, je jim v této práci věnovaná pouze zmínka.

4.1.3.2 Deflátor HDP

Druhým ukazatel inflace je implicitní cenový deflátor (IPD). Deflátorem se rozumí jednoduchý zlomek. Na místo čitatele je dosazena hodnota HDP běžného roku vyjádřená v běžných cenách, jinými slovy tzv. nominální HDP[111]. Za jmenovatele pak patří hodnota HDP vyjádřená ve stálých cenách, čímž je myšlen tzn. reálný HDP.

[110] ČSÚ. *Politika revizí ČSÚ* [online]. 8.12.2015, str. 3 [citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23183847/politika_revizi_csu_2016_cz.pdf/df78e081-7a7a-4ba2-acbd-a18d80fbd0dc?version=1.3.

[111] hrubý domácí produkt neočištěný o inflaci

Jak je možno pozorovat, výpočet deflátoru HDP je ve své podstatě podobný výpočtu CPI. Přes zjevnou podobnost je však důležité myslet na to, že se tyto dvě metodiky v jistých ohledech liší.

1. Je nutné si uvědomit, že deflátor HDP zahrnuje podstatně širší skupinu statků, než je tomu u CPI. Zatímco IPD zahrnuje ceny všech statků a služeb, CPI zahrnuje pouze ceny vybraných statků a služeb.
2. Koš statků používaný k výpočtu deflátoru HDP se každý rok obměňuje , zatímco CPI pracuje se stálým spotřebním košem.
3. CPI zahrnuje i ceny importovaných statků, zatímco deflátor HDP do výpočtu zahrnuje pouze ceny statků vyráběných v dané ekonomice.

Implicitní cenový deflátor nám tedy zachycuje celkovou změnu cenové hladiny, neboť zahrnuje všechny statky a služby v dané ekonomice, nikoliv pouze konkrétní spotřební koš., díky čemuž je tento index objektivnější. Co více, díky teritoriálnímu pojetí, zahrnuje pouze statky a služby vyrobené v dané ekonomice, nikoliv statky a služby importované. Na rozdíl od CPI, který je zjišťován v terénu, je však tento ukazatel počítán tzv. „od stolu“, tedy až po ukončení sledovaného období, kdy jsou dostupné údaje o vývoji HDP. To může být bráno jako jistá nevýhoda.

4.1.3.3 Index cen výrobců

PPI, producer price index, je lehce specifický nástroj využívaný k vyjádření cenové hladiny. Je to z toho důvodu, že jakožto index cen průmyslových výrobců je specifikován pro různá odvětví a obory.[112] Příslušné koše tedy obsahují výrobky a služby (suroviny, polotovary) odpovídající vždy danému odvětví, oboru. Stejně jako CPI i tento index pracuje s fixními vahami, a to dle struktury tržeb.

Všeobecně uznávanou výhodou Indexu cen výrobců je fakt, že jeho vývoj signalizuje nadcházející změny v CPI. Z tohoto důvodu je tento index užitečné sledovat, neboť na jeho základě je možnost stavit prognózu vývoje spotřebitelských cen.

[112] Tento index je dle Českého statistického úřadu složen z indexu cen průmyslových výrobců, indexu cen zemědělských výrobců, indexu cen stavebních prací a indexu cen tržních služeb.

4.1.3.4 Harmonizovaný index spotřebitelských cen

HICP, harmonizovaný index spotřebitelských cen, se používá v rámci Evropské unie za účelem nadnárodního srovnávání cenových hladin. Vznikl jako reakce na potřebu vytvořit srovnatelné indexy spotřebitelských cen, které slouží jako jedno z konvergenčních kritérií při vstupu do měnové unie. V současnosti se nepředpokládá, že by tento index nahradil národní indexy spotřebitelských cen, slouží pouze k měření trendů inflace členských států EU.

HICP je svou strukturou velice podobný národnímu indexu spotřebitelských cen, liší se jen strukturou spotřebního koše. Zásadní rozdíl je možno spatřit např. ve vahách jednotlivých košů, kdy v rámci národního srovnání nejsou zahrnuty nákupy cizinců, ale je zahrnuto imputované nájemné. Na druhou stranu, u HICP je tomu opačně, ačkoliv jsou zahrnuty ve spotřebním koši nákupy cizinců provedené na území České republiky, není tomu tak u imputovaného nájemného.[113]

4.2 Deflace

Otázka deflace je dnes velmi aktuálním a vážným tématem, neboť se jedná o základní problém, na němž závisí jak sociální, tak hospodářská politika. Není tedy divu, že v ekonomické literatuře můžeme najít spoustu definicí tohoto pojmu. Konkrétní definice mají tendenci se lišit napříč spektrem ekonomických škol a dobou, ve které vznikly. Nejvýraznější rozdíl je patrný mezi pojetím rakouské školy a moderním pojetí, prezentovaným ekonomií hlavního proudu.

Důležitým představitelem rakouské školy je beze sporu Ludwig von Mises, pro kterého deflace znamená (v širším slova smyslu) *„...zmenšení množství peněz, které není kompenzováno odpovídajícím snížením poptávky po penězích, takže musí dojít ke zvýšení kupní síly peněz"*[114]. Téměř totožný názor má i Misesův student Murray Newton Rothbard, americký ekonom rakouské školy, který tvrdí, že deflace je obvykle definována jako „celkově klesající ceny"[115], může být však definována i jako „pokles nabídky

[113] ČSÚ. *Harmonizovaný index spotřebitelských cen* [online]. [Citace: 20.7.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20560021/012023-1403j01.pdf/a081a5b5-0e42-484d-bd81-02d0154e0150?version=1.0.

[114] MISES (1953), str. 240.

[115] ROTHBARD (2006), str. 250.

peněz“[116], což samozřejmě vede k nižším cenám.[117] Pod vlivem keynesovské revoluce a s příchodem monetarismu se význam tohoto slova začal postupně měnit a od 50. let je deflace zpravidla vnímána jako „trvalý pokles cenové hladiny“[118], tedy negativní cenový vývoj. Charakteristickým znakem, na kterém se shodnou ekonomové všech ekonomických směrů, je tedy ten, že deflace je opačným jevem k inflaci, jinými slovy, že se jedná o „trvalou negativní míru inflace“[119]. Jak sám Svensson tvrdí *„…velmi nízká inflace je vše co je třeba nejen pro dočasnou recesi, ale i dočasnou deflaci“*[120].

4.2.1 Deflace pohledem mainstreamové ekonomie

Moderní pojetí deflace, z pohledu modelu AS-AD, přijal za své např. Mezinárodní měnový fond. Studie Mezinárodního měnového fondu vykládá deflaci jako „trvalý pokles všeobecné cenové hladiny“*[121]*. K této definici je důležitý ještě dodatek, že se musí jednat o dlouhodobější a trvalejší pokles cenové hladiny, minimálně po dobu 6 měsíců v řadě[122]. Poklesy cenové hladiny trvající jeden či dva kvartály by tudíž neměly vyvolávat znepokojení. Zde tedy vyvstává otázka, zda šlo v případě ČR očekávat deflaci, nebo pouze šok způsobený poklesem cen, zejména pak v regulované části spotřebního koše, který by za 12 měsíců vyprchal.

MMF k měření deflace nejčastěji používá index spotřebitelských cen a deflátor HDP.

Je deflace dobrá či špatná? Na základě mnoha existujících ekonomických směrů, které se liší pojetím deflace, se i názorové spektrum opírá jak o postoje, které striktně deflaci odsuzují jako předzvěst zlých časů pro hospodářství i celou společnost, tak o postoje, které deflaci považují za očistný proces. Pro lepší pochopení mainstreamová ekonomie dělí deflaci na základě prvotního impulsu (příčiny vzniku)[123] na:

---

[116] ROTHBARD (2006), str. 250.

[117] Murray N. Rothbard také tvrdí, že je důležité rozlišovat mezi změnami cen a peněžní zásoby, které vyplývají z dobrovolných změn lidských hodnot a chování, proti záměrným změnám peněžní zásoby způsobených donucením ze strany vlády. Viz ROTHBARD (2006), str. 250.

[118] BUITER (2003), str. 1.

[119] BUITER (2003), str. 1.

[120] SVENSSON (2003), str. 2.

[121] ROGOFF. *Deflation: Determinants, Risk, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force* [online]. 30.4.2003, str. 6 [citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf.

[122] REVENDA (2010), str. 159.

[123] Poptávkový či nabídkový šok v ekonomice.

1) poptávkovou (negativní) deflaci,
2) nabídkovou (pozitivní) deflaci.

Pro laickou veřejnost se na první pohled může zdát, že pokles cen je oproti inflaci pro spotřebitele výhodný, neboť roste reálná úroveň mezd a kupní síla peněz. Jinými slovy si člověk za peněžní jednotku koupí více než dosud[124]. Jedná-li se však o negativní (poptávkovou) deflaci, je to pouze iluze. Ze zkušeností vyplývá, že pro společnost je v dnešní době deflace[125] považována za větší zlo než inflace, na což poukazují mnozí renomovaní ekonomové, např. Paul Krugman[126]. Pojem deflace má nepříjemný zvuk pro mnohé především od doby Velké hospodářské krize, která byla spojená s poklesem výroby a růstem nezaměstnanosti.[127] Špatné zkušenosti s deflací pochází i z 90. let, kdy poměrně těžká hospodářská krize zasáhla světové hospodářství, zejména pak Japonsko, kde měla hospodářská krize nejdelší a nejtěžší průběh.[128]

Jak vystihnout nejlépe pocity vážící se k pojmu deflace[129]? Jak říká Donald Luskin, život v deflaci, je svět v bolesti. Pokud jste si mysleli, že inflace byla noční můra, počkejte, až zažijete život v deflaci. Ceny všeho nakonec klesnou – akcie, nemovitosti, mzdy...všechno. Jste chudší každý den.[130]

4.2.2 Nabídková deflace

Nabídková deflace, jinými slovy deflace pozitivní či „dobrá“, spočívá v pozitivním nabídkovém šoku, který je spojen s relativní prosperitou. Prosperitou se míní růst reálných mezd, vyšší zisky, růst produktu či vyšší produktivita práce.

Mezi základní důvody vzniku tohoto typu deflace patří zejména technologické inovace, liberalizace obchodu, růst produktivity, změny ve fiskálním systému, silné očekávání politické/ekonomické stability či pokles cen vstupů.[131] Vzhledem k tomu, že

---

[124] Před poklesem cen.

[125] Negativní (poptávková) deflace.

[126] KRUGMAN. *About that deflation risk* [online]. 4.2.2009 [citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/02/04/about-that-deflation-risk/?_php=true&_type=blogs&_r=0.

[127] Deflace v roce 1929 byla zapříčiněna poklesem cen akcií.

[128] Deflace v Japonsku byla zapříčiněna poklesem cen akcií a nemovitostí.

[129] Negativní (poptávková) deflace.

[130] LUSKIN (2001), str. 3.

[131] ROGOFF. *Deflation: Determinants, Risk, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force* [online]. 30.4.2003, str. 9 [citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf.

množství peněz v ekonomice, které se musí přerozdělit mezi rostoucí množství statků a služeb, je stále stejné, výsledkem je reálný růst hodnoty peněz.[132]

4.2.3 Poptávková deflace

Poptávková deflace neboli „špatná“ deflace, je vyvolána negativním poptávkovým šokem. Za hlavní příčiny vzniku negativní deflace jsou považovány prasknutí cenových bublin na trhu aktiv[133], preference domácností spořit místo utrácet[134], cyklický propad ekonomiky, investiční pesimismus, razantní liberalizace trhu práce nebo finančního trhu, restriktivní monetární nebo fiskální politika, nepružnost jmenovitých mezd, deflační vývoj v zemích hlavních obchodních partnerů, apreciace domácí měny[135] a mnohých dalších či kombinacemi vybraných faktorů. Dopady těchto negativních (poptávkových) šoků mohou být posíleny přetrvávajícím očekáváním poklesu cen firmami a spotřebiteli či nedůvěrou na trzích, což zhoršuje počáteční deflační impuls.[136]

Vzhledem k tomu, že poptávková deflace bývá následkem poklesu agregátní poptávky (spotřeby) po statcích a službách, dochází k převisu nabídky nad poptávkou, což vede k poklesu cen zboží a služeb. Snižování cen však činí lidi zdrženlivými[137], s vidinou dalšího snižování cen. V důsledku nedostatečné poptávky podniky snižují výrobu a mají tendenci snižovat i mzdy, které jsou odbory drženy uměle vysoko. V důsledku toho nezbývá zaměstnavateli nic jiného než propouštět, čímž dochází k růstu nezaměstnanosti. Tím však agregátní poptávka nadále klesá a nastává koloběh, který je nazýván deflační spirála. Tento druh poklesu cenové hladiny znamená pro ekonomiku snížení růstu HDP.[138]

---

[132] Z tohoto důvodu růst výroby vede k nižším cenám zboží a služeb.

[133] Např. pokles cen akcií, pokles cen nemovitostí.

[134] Tj. klesající poptávka.

[135] Rychlé posílení domácí měny.

[136] ROGOFF. *Deflation: Determinants, Risk, and Policy Options – Findings of an Interdepartmental Task Force* [online]. 30.4.2003, str. 9 [citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf.

[137] Nižší ceny odrazují lidi od spotřeby v přítomném čase a naopak motivují k odkládání spotřeby do budoucna.

[138] Podobně tomu bylo i v případě Japonska.

4.2.4 Past likvidity

Past likvidity je pojem, který je aktuální především v posledních letech, kdy centrální banky snižovaly úrokové míry až na „technickou nulu“ ve snaze stimulovat ekonomiku a zabránit deflačnímu vývoji. Past likvidity, spojená s obdobím dlouhodobé deflace (deflační spirály), je zkušenost, které se CB snaží za všech okolností vyhnout, neboť dochází k nekonečné preferenci likvidity a měnová politika se stává neúčinnou[139].

Z historického pohledu je možno zmínit dva reálné příklady ekonomik, jež se dostaly do této vskutku nepříjemné situace označované jako past likvidity.

Názorným příkladem je období Velké deprese v USA, kde byly úrokové sazby natolik nízké, že míra výnosu z tříměsíčních pokladničních poukázek v roce 1933 nedosahovala téměř ani jedné desetiny procenta.[140] Podobná situace se opakovala i v rámci české ekonomiky, kdy výnosy ze státních dluhopisů byly v posledních letech v důsledku útoků bankovních (měnových) spekulantů (investorů) tlačeny natolik dolů, že dosáhly záporné míry výnosu.

Typickým příkladem jsou také 90. léta v Japonsku, kde období přetrvávající recese a silné deflační tlaky vedly japonskou centrální banku k oficiálnímu vyhlášení nulových úrokových sazeb. V důsledku čehož ani zdvojnásobení měnové báze nevedlo ke zmírnění deflačních tlaků v japonské ekonomice.

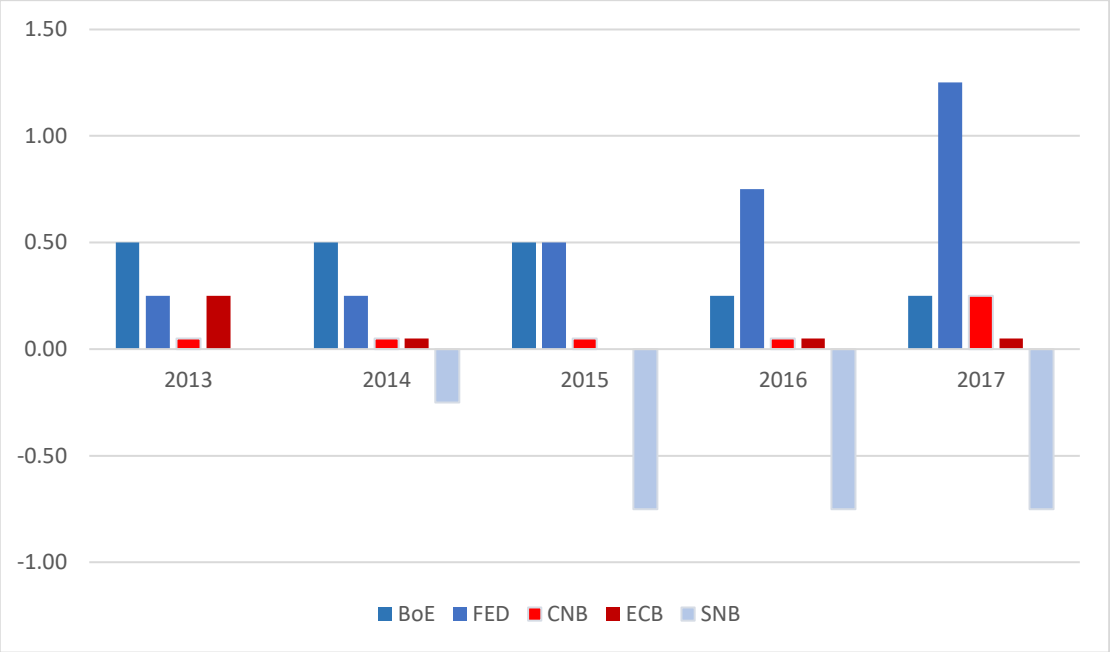
Podobná situace byla v posledních letech spatřována téměř u všech velkých CB, viz graf 5 níže. Markantní snižování úrokových sazeb vedlo v důsledku CB, k uplatňování netradičních měnových nástrojů, jako jsou devizové intervence či kvantitativní uvolňování, ve snaze zmírnit hrozící protiinflační tlaky. Zde je nutno zmínit ČNB a ECB, jejichž úrokové sazby dosáhly téměř nulové úrovně.

---

[139] Nominální úroková míra nemůže být nižší než nula, protože by potenciální věřitelé raději drželi hotovost. Jedná se o tzv. „nulovou dolní mez pro úrokové sazby“. Viz SVENSSON (2003), str. 2.

[140] WROBLOVSKÝ. *Past likvidity, Keynesův efekt a fiskální stimulace jako lék na současnou krizi* [online]. 3.-4.4.2009 [citace: 12.7.2017]. Dostupné z: http://kvf.vse.cz/storage/1239811823_sb_wroblowsky.pdf.

Graf 5: Vývoj úrokových sazeb vybraných centrálních bank



Zdroj: *INVESTING.COM, BoE, FED, ECB, CNB, SNB, vlastní zpracování*

5 Názorový střet týkající se měnové politiky ČNB

Když v ČR úrokové sazby narazily na nulu, vyvolalo rozhodnutí použít devizový kurz jako alternativní nástroj k udržení cenové stability, tedy posunout kurz koruny na hodnotu převyšující 27 CZK/EUR, silnou reakci. Odezva spočívala v nepřetržitých debatách o užitečnosti centrálního bankovnictví, o ekonomickém ospravedlnění tohoto kroku či o smyslu cílování inflace.

Smyslem centrálních bank je snaha stabilizovat ekonomiku a eliminovat část jejích výkyvů. Ještě do 30. let 20. století se však polemizovalo, zda mají centrální měnové autority usilovat o stabilitu cenové hladiny nebo o její pokles.

Celá tato debata je už od svých počátku vedená myšlenkou, zda není spotřebitel více motivován, když se nechají ceny klesat. Tento názor dodnes zastává velká část veřejnosti a mnohdy to označuje za „zdravý rozum".

Z prvního desetiletí po první světové válce a zejména pak na základě empirických zkušeností z období Velké hospodářské deprese se však dospělo k názoru, že pokles cenové hladiny (v rámci negativního poptávkového šoku) není cestou k prosperující ekonomice o nic více než její pádivý růst.[141] Je však nutno poznamenat, že tehdy byla zcela jiná situace, která se v důsledku globalizace ekonomik a rozvoje mezinárodního obchodu změnila. Dalším důkazem může být i příklad nedávné deflace v Japonsku. Celkově lze tedy říci, že to, co slouží ekonomice, je vzdorování centrálních měnových autorit poklesu i růstu cen, tedy udržování cenové stability. Některé aspekty mající vliv na poptávku (např. klesající příjmy, zaměstnanost, počet obyvatel) nejsou při posuzování makroekonomické situace téměř brány v potaz.

Je však dobré pamatovat, že existuje i příznivá deflace, jež je způsobena růstem produktivity. Tuto tzv. dobrou deflaci rozeznával již Karel Engliš ve své učebnici Národní hospodářství z roku 1928. On sám ji nazýval „ekonomisací" a pěl na ní jen samou chválu.

„Od deflace jest lišiti ekonomisaci, to jest takové zhospodárnění výroby zvýšením výkonnosti, jež vede ke snížení cen bez snížení důchodů, znamená zvýšení kupní síly peněžní jednotky a není jen optickým klamem, nýbrž opravdovým zvýšením blahobytu, poněvadž snížení hladiny cenové není provázeno snížením hladiny důchodové. Toto

[141] Za výjimku je považován pokles cen vlivem pozitivního nabídkového šoku (např. technologického pokroku).

zvýšení kupní síly peněžní jednotky se může zračiti i ve zvýšeném kursu měny v cizině, ale to není bezpodmínečně nutné.“[142]

5.1 Použití devizových intervencí pohledem ČNB

ČNB již od podzimu roku 2012 sdělovala veřejnosti, že bude-li potřeba dalšího uvolnění měnové politiky, je připravena použít ostatní měnově-politické nástroje. Obavy, že slovní intervence nezabírají, rozhodla se ČNB k zásadnímu kroku a sama oslabila domácí měnu s cílem vyvolat mírnou inflaci. Jak tvrdí Miroslav Singer, guvernér ČNB, *„Boj proti inflaci je považován za hrdinství, je však mnohem těžší krotit klesající ceny.“*[143]

Rozhodnutí ČNB používat kurz koruny jako nástroj měnové politiky, vyvolalo bouřlivou diskuzi odborné i široké veřejnosti. Tato reakce nebyla příliš překvapivá, neboť se jedná o jedno z nejzásadnějších rozhodnutí ČNB v rámci posledního desetiletí. Rozhořčení veřejnosti bylo způsobeno také tím, že jde o krok, který nemá pouze příjemné důsledky pro občany, ale v první fázi zejména ty nepříjemné, např. v podobě zvýšení cen dováženého zboží.[144]

Jak Singer vysvětluje, právě tato politika je v zájmu zaměstnanců, i těch nejchudších.[145] Veřejnosti, která ale CB po dlouho dobou vnímala jako strážce silné měny, však činnost ČNB v podobě záměrného oslabení koruny přišla lehce nepochopitelná, o čemž svědčí i pokles jejich důvěry.

---

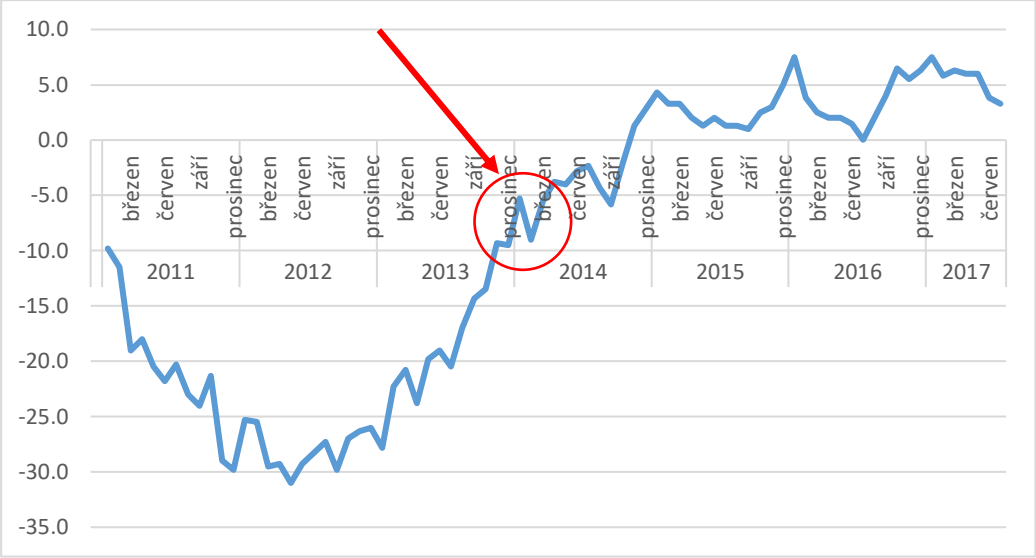
[142] ENGLIŠ (1928), str. 324.

[143] VLKOVÁ. *Slabší koruna alespoň na rok a půl* [online]. 13.11.2013, str. 8 [citace: 24.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

[144] V delším období však převáží pozitivní důsledky, jako jsou oživení hospodářského růstu a udržení cenové stability.

[145] HUDEMA, VAINERT (2013), str. 11.

Graf 6: Saldo indikátoru důvěry spotřebitelů



Zdroj: *ČSÚ, Konjunkturální průzkum – časové řady, vlastní zpracování*

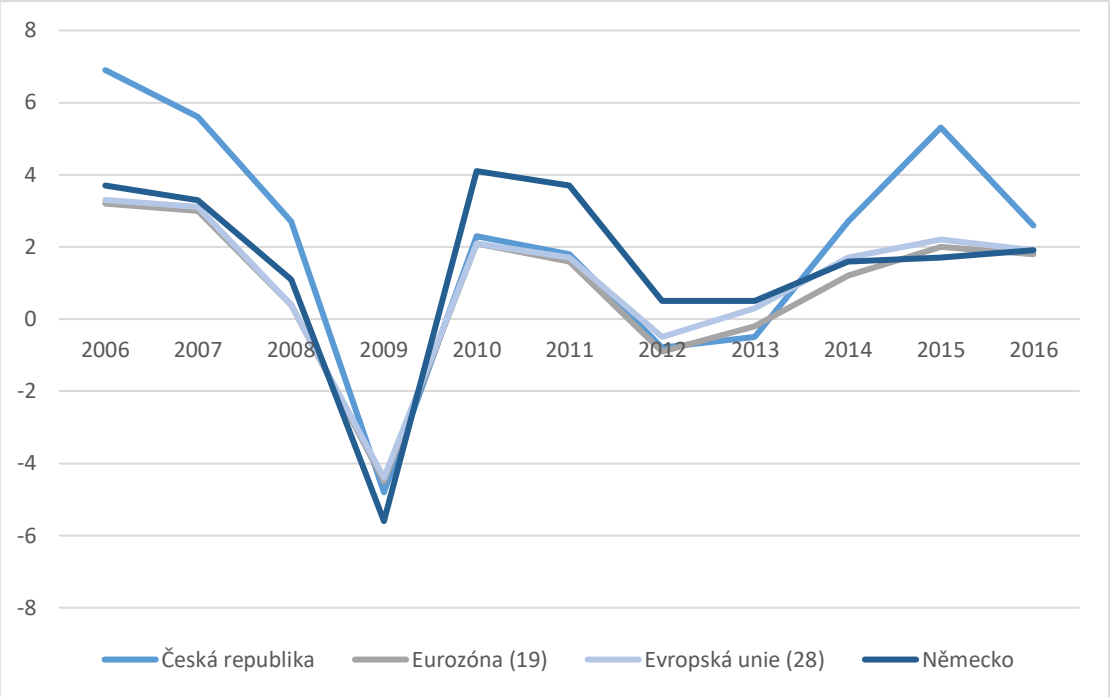
Jak je možno na grafu 6 výše vidět, pozitivní trend důvěry spotřebitelů v český trh lze pozorovat už od 2. čtvrtletí roku 2012. Svůj vliv na tom má samozřejmě i CB, která svými kroky ovlivňuje inflační očekávání spotřebitelů a tím pádem i ekonomickou aktivitu. Z grafu 6 výše by se dalo dokonce spekulovat, že zahájením kurzového závazku byl narušen pozitivní trend spotřebitelské důvěry. Vyvstává zde tedy otázka, zda by bez zásahu ČNB mohl být růst do kladných hodnot v následujících měsících až letech rychlejší.

Z grafu je také možné pozorovat pravidelný značný pokles důvěry spotřebitelů v reakci na průběžně ohlašovaný exit z kurzového závazku, jež byl několikrát posunut, viz. počátek roku 2015 a následně i počátek roku 2016.

5.1.1 Znehodnocení koruny

„Překvapenost veřejnosti ukazuje na fakt, že v ekonomice už byla nastavena očekávání velmi nízké, takřka nulové inflace. Lidé už zřejmě počítali dokonce i s poklesem cen.“[146] říká Vladimír Tomšík, viceguvernér ČNB. Jinými slovy hrozba deflace je jeden z důvodu, který ČNB vedl k záměrnému oslabení koruny.

Graf 7: Vývoj růstu HDP v letech 2006-2016

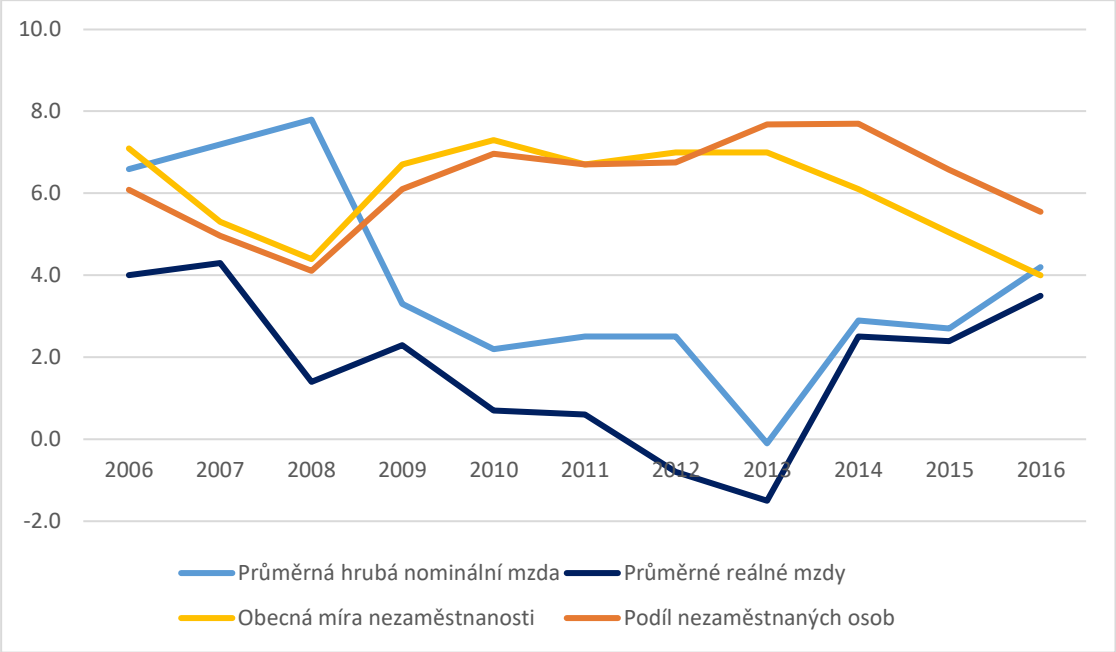


Zdroj: *OECD, Quarterly GDP, vlastní zpracování*

Jak je možno vidět v grafu 7, následkem světové ekonomické a finanční krize v roce 2008 růst ekonomiky ČR výrazně zpomalil a následujícího roku se české hospodářství propadlo o více jak 4 %. Tento jev byl však typický pro vývoj celé EU, včetně našeho největšího obchodního partnera Německa. V průběhu let 2010-2011 pak docházelo k pozvolnému oživování ekonomik, které v následujících dvou letech opět začalo oslabovat. Již v době zahájení devizových intervencí však nejen česká ekonomika otočila a začala růst. Byla-li tedy v ČR nastavena očekávání počítající s poklesem cen, jak je možné že již od roku 2013 docházelo k růstu HDP?

[146] KOVANDA (2013), str. 16.

Graf 8: Vývoj mezd a nezaměstnanosti v ČR



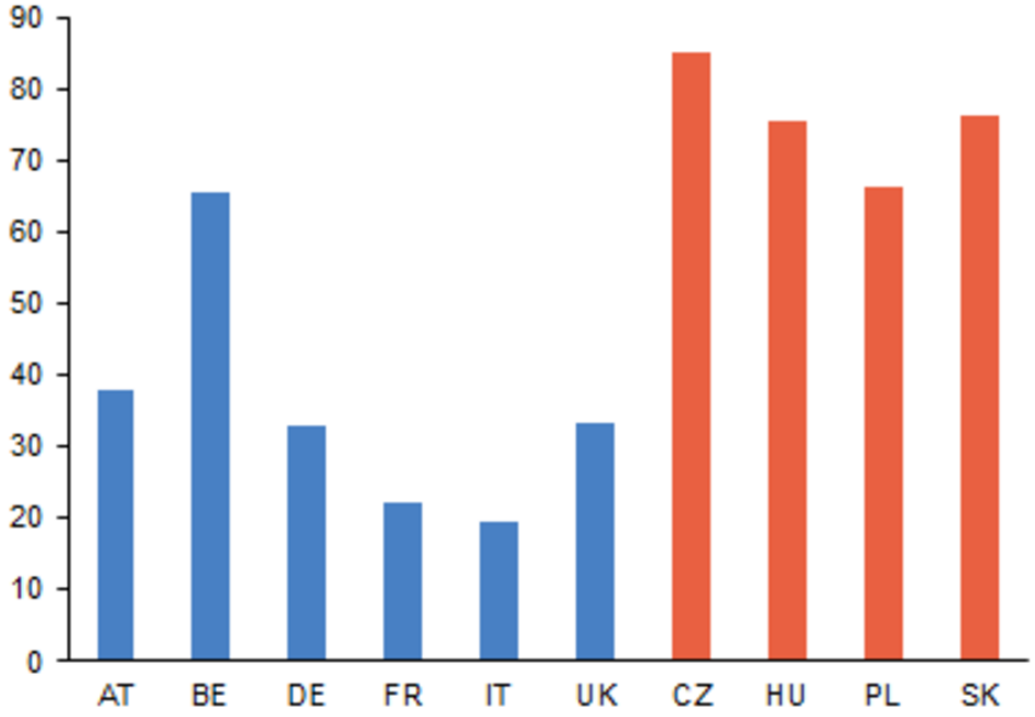
***Zdroj**: ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

Jak je možno vidět na grafu 7 a 8 výše, tento cyklus nakonec vedl k nepříznivému nárůstu nezaměstnanosti, poklesu příjmů (reálných i nominálních), a tudíž i spotřeby domácností, a v neposlední řadě k poklesu zisků a investic firem.

Kvůli výraznému poklesu mezd se objevil problém zejména na poptávkové straně, neboť „nebylo“ za co nakupovat. Měnová politika tak v rámci oživování ekonomiky nemohla být účinná.

Další významnou roli hrají přímé zahraniční investice (PZI) a s tím spjatý odliv dividend ze země do zahraničí. Jak lze vyčíst z obrázku 15 níže, odliv důchodů z PZI se postupem času stal podstatnou složkou bilance prvotních důchodů v zemích EU, což je spjato s růstem mezinárodního obchodu, díky němuž se od 80. let minulého století postupně zvyšovaly i samotné PZI.

Obrázek 15: Podíl důchodů z PZI na důchodech z investic (v %, průměr za roky 2012-2014)[147]



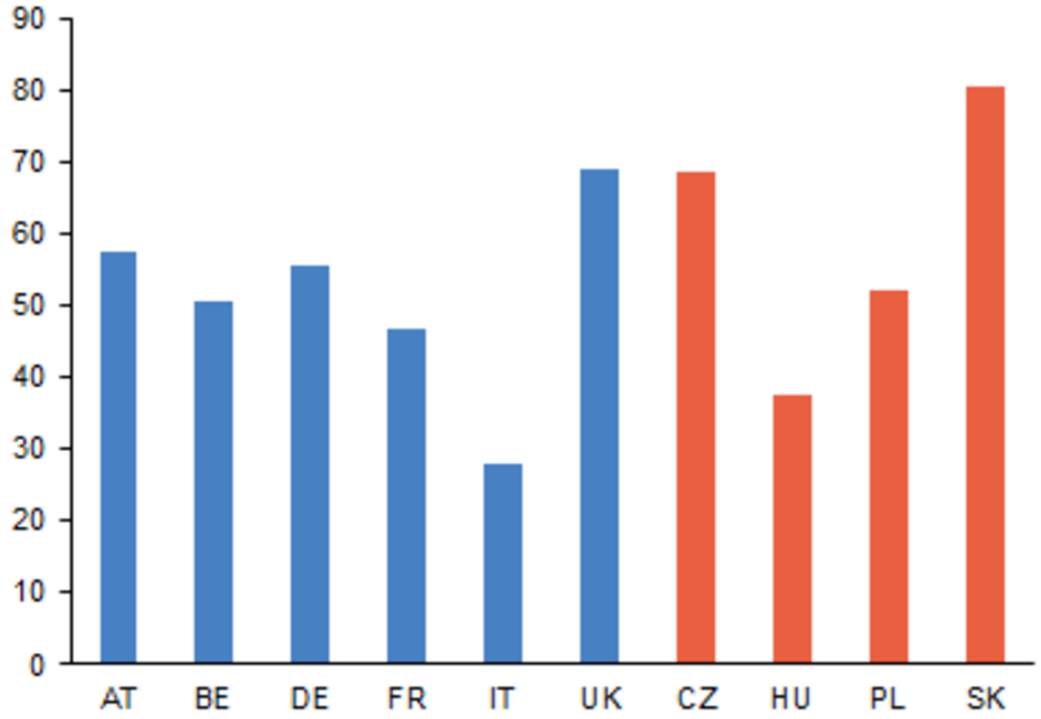
Zdroj: *ČNB, Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie (2016)*

Na základě dat z období 2012-2014 je vidět zásadní rozdíl mezi tradičními členskými státy EU a zeměmi Visegradské čtyřky. Zatímco u tradičních zemí EU se důchody z PZI podílí na celkových důchodech z investic vyplácených nerezidentům zpravidla méně než z poloviny, u Visegrádské skupiny je tomu právě naopak. Velkou zajímavostí je i fakt, že ČR má tento podíl zdaleka největší, blížící se hranici 90 %.

Podíváme-li se ve sledovaném období (2012-2014) na podíl dividend na celkových důchodech z PZI, viz obr. 16 níže, zjistíme, že zde už se jedná o poměrně různorodá čísla.

[147] Rok 2014 je prozatím posledním rokem, za který jsou dohledatelné finální údaje.

Obrázek 16: Podíl dividend na důchodech z PZI (v %, průměr za roky 2012-2014)[148]

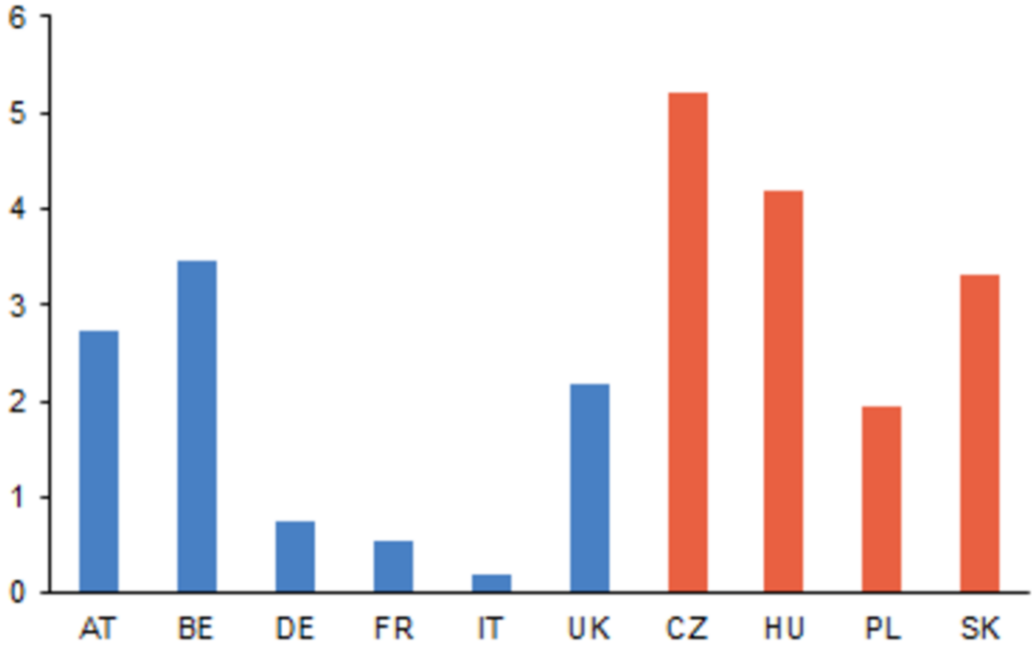


Zdroj: *ČNB, Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie (2016)*

PZI a podíl dividend na celkových důchodech z PZI jsou v této práci zmíněny zejména proto, že mají vliv na HDP dané země. Zatímco u tradičních zemí EU je nižší podíl PZI na HDP, dosahuje podíl vyplácených dividend nerezidentům na jejich HDP stabilně nízkých hodnot, ve většině případů nedosahuje ani 1 %, viz obr. 17 níže.

[148] Rok 2014 je prozatím posledním rokem, za který jsou dohledatelné finální údaje.

Obrázek 17: Podíl odlivu dividend z PZI na HDP (v %, průměr za roky 2012-2014)[149]



Zdroj: *ČNB, Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie (2016)*

V případě ČR je však možno pozorovat, že podíl vyplacených dividend na HDP dosahuje v období 2012-2014 nejvyšších hodnot ze sledovaných zemí, tj. přibližně 5,2 %. To znamená, že odliv dividend ze země představuje pro ČR vskutku důležitou položku z hlediska běžného účtu platební bilance.

Tabulka č. 4: Odliv dividend do zahraničí v letech 2012-2016

ROK	DIVIDENDY V MLD. KČ	POMĚR DIVIDEND K HDP V %
2012	219,2	5,3
2013	222,7	5,4
2014	220,0	5,1
2015	226,2	5,0
2016	288,7	6,1

Zdroj: *ČTK (2017), vlastní zpracování*

Dle tabulky č. 4 výše je pak možno pozorovat odliv dividend do zahraničí v letech 2012-2016, kdy je možno pozorovat, že se odliv v rámci zahájení devizových intervencí

[149] Rok 2014 je prozatím posledním rokem, za který jsou dohledatelné finální údaje.

nijak výrazně nezmenšil. Během krize v letech 2014-2015 se výplaty dividend do zahraničí držely stále na podobné výši, tj. okolo 5 % v poměru k HDP ČR.

Závěrem by měl být připomenut ještě jeden významný důvod, který vedl ČNB k použití devizových intervencí. Tomu bylo již zmíněné snížení úrokových sazeb na technickou nulu (0,05 %, viz graf 5), čímž ČNB reagovala na výše zmíněný vývoj (graf 7).

S poklesem základních úrokových sazeb na technicky vzato „nulovou" úroveň se současně ČNB v průběhu podzimu roku 2012 zavázala k udržení úrokových sazeb na této hladině po tak dlouhou dobu, jak bude potřeba. Vzhledem ke stálému poklesu růstu HDP (viz graf 7) a nemožnosti snížit úrokové sazby do záporných hodnot, však byla ČNB odhodlána už od konce roku 2012 použít ostatní měnově-politické nástroje k uvolnění měnové politiky. Po důkladném a dlouhém zvážení byly ČNB vybrány právě devizové intervence.[150]

5.1.2 Očekávání ČNB

5.1.2.1 Potlačení deflačních tendencí

Jak již bylo řečeno, za základní očekávání ČNB, v rámci uplatňování devizových intervencí, je považováno zejména potlačení deflačních tendencí. Právě hrozba deflace vyvolaná nedostatečnou poptávkou je podle Tomáše Holuba a Petra Krále vždy a všude měnový jev, závislý na tom, co činí nebo nečiní CB.[151] Co by ale podle ČNB hrozilo české ekonomice bez jejího zásahu?

Bez zásahu ČNB a uvolnění měnové politiky by hrozilo, že koruna začne výrazně posilovat, a tím se přeruší do té doby poměrně stabilní kurzový vývoj. Současně s tím by finanční trhy, podniky a samozřejmě i domácnosti ještě více sázely na další pokles cenové hladiny. Tím pádem by klesající ceny byly zapracovány do inflačních očekávání i mzdového vývoje. Tyto faktory by však v souhrnu měly pro ekonomiku neblahé důsledky, např. v podobě neochoty čerpat úvěry i při rekordně nízkých úrokových sazbách. To vše by způsobilo zesílení protiinflačních tendencí a jakékoliv počínající oživení by bylo zastaveno úplně. Případná další vlna recese či dokonce deflace by tak

[150] Jak je vidět v grafu 6, již samotným vyhlášením ČNB použít měnový kurz jako alternativní měnově-politický nástroj, způsobilo na konci roku 2012 a na počátku roku 2013 oslabení a následně i stabilizaci kurzu koruny. Toto vyhlášení tedy zbrzdilo na krátkou dobu dezinflační tendence a pomohlo tak české ekonomice se nadechnout.

[151] HOLUB, KRÁL (2013), str. 9.

mohla vést k dalšímu posílení kurzu, deflačním očekáváním a následně i k deflačně-recesní spirále.

5.1.2.2 Stabilizace cenové hladiny

Druhé očekávání ČNB plyne již z prvního očekávání a tím je stabilizace cenové hladiny a dosažení stanoveného inflačního cíle 2 %.[152] O úrovni inflačního cíle lze vést dlouhé diskuze. Samozřejmě, že vysoká inflace škodí, a tudíž by neměl být inflační cíl příliš vysoký. Proč však ČNB necíluje na nulu?

Pro laickou veřejnost se nulová inflace může zdát přitažlivá a správná volba a pro centrální měnovou autoritu není ani principiálně nijak nedosažitelná. Nicméně stejně jako existuje spousta důvodů, proč je špatný vysoký inflační cíl, existuje i řada důvodu, proč by CB neměla mířit na nulovou inflaci. Hlavní z nich je pro ČR již známý a to ten, že ekonomika, která dlouhodobě pracuje s nulovou inflací, má zpravidla i velmi nízké úrokové sazby. Tím však riskuje, že v dobách recesí může měnová politika narazit na nulovou mez úrokových sazeb, čímž vyčerpá svůj hlavní měnově-politický nástroj. Poté se v lepším případě musí ubírat cestou používání alternativních, často nestandardních, nástrojů. V horším případě dochází k rezignaci na ovlivňování a stabilizaci ekonomiky. Inflační cíl ve výši 2 % je proto považován za přijatelný kompromis.[153]

5.2 Použití devizových intervencí jiným úhlem pohledu

Oslabení kurzu domácí měny s cílem odvrátit hrozbu deflace vyvolalo vášnivou diskuzi. Kritici devizových intervencí ČNB opírají svou kritiku o dvě tvrzení na téma deflace.

1) Žádná deflace v ČR nehrozila, maximálně krátkodobá.
2) Kdyby však náhodou deflace přišla, byla by to deflace dobrá, podobně jako za průmyslové revoluce.

---

[152] V posledních dvou desetiletích stále více centrálně měnových autorit ve stabilizovaných ekonomikách využívá koncept cílování inflace typicky ke 2 %.

[153] Ne všichni s tímto názorem korespondují (souhlasí). Například Václav Klaus zastává názor, že každá inflace je špatná, i 2% inflace. Nejedná-li se o inflaci potlačenou, je inflace formou řešení ekonomické nerovnováhy. Jak ukazuje na příkladu *„Dvouprocentní inflace, trvá-li deset let, znamená znehodnocení měny o 22 %, trvá-li dvacet let, znehodnocení činí 49 %, čili o polovinu;...“* Viz KLAUS (2014), str. 28.

5.2.1 Pohledem politiků

5.2.1.1 Václav Klaus

Václav Klaus je jednou z osobností odborné veřejnosti, která silně a nahlas odmítla hrozbu deflace pro ekonomiku ČR a s tím i kurzový závazek s tvrzením, že skutečnou hrozbou není hypotetická deflace, nýbrž opuštění kurzového závazku.[154] *„Ve změně kurzu vidím určitý pokus centrální banky se ukázat, předvést, že něco dělají. Když jsou úrokové míry dlouhodobě blízko nule a se sazbami se nedá nic dělat, členové bankovní rady možná trpěli abstinenčními příznaky své neaktivity, a proto chtěli něco udělat. Ve svém součtu je to ale stále jen a jen chyba.“*[155]

K tématu samotné deflace se Václav Klaus vyjádřil hlouběji ve svém díle *Byla deflace opravdu hrozbou?*, kde mu byl inspirací článek *Deflace byla hrozbou* od vysoce postavených úředníků ČNB Tomáše Holuba a Petra Krále, uveřejněný 3.12.2013 v Lidových novinách.[156]

Václav Klaus se ve své knize opírá o historická fakta a poznamenává, že jedinou historickou zkušenost s deflací máme v ČR pouze jednu. Tou byl pokus Aloise Rašína na počátku 20. let 20. století vyhnout se tehdejší středoevropské hyperinflaci právě deflační politikou. Rašínovu deflační politiku však na rozdíl od intervenční situace považuje v rámci tehdejší doby za šanci pro nový start.

Jak vyplývá z textu výše, Václav Klaus plně nesouhlasil se zahájením devizových intervencí ČNB 7. listopadu roku 2013. Toto rozhodnutí považoval za riskantní a chybné, a to hned z několika důvodů.[157]

1) Ekonomická a měnová situace byla v období posledních pěti let značně nejasná v důsledku trvání ekonomické stagnace ČR, a proto CB neměla tuto nejistotu svou aktivistickou politikou ještě zvyšovat.

---

[154] LIPOVSKÁ. *Tři roky od Velké devizové intervence* [online]. *22.11.2016* [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: http://institutvk.cz/clanky/hana-lipovska-tri-roky-od-velke-devizove-intervence.html.

[155] VAVROŇ. *Rozhovor Václava Klause pro deník Právo* [online]. 6.12.2013 [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.klaus.cz/clanky/3490.

[156] Tento článek Klaus napadá z několika důvodů, jedním z nich je samotný název. Podle Klause existují pouze dvě možnosti. Buď tu deflace nikdy nebyla, nebo tady pořád je. Naprosto však nesouhlasí s tvrzením Tomáše Holuba a Petra Krále že „deflace byla hrozbou“. To by totiž znamenalo, že deflaci ČNB vyřešila hned použitím devizových intervencí. Viz KLAUS (2014), str. 19.

[157] KLAUS (2014), str. 27-28.

2) I když byla situace ohledně stagnace ekonomiky značně nejasná a příčiny různorodé. Jisté bylo, že příčinou nebyla nedostatečná nabídka peněz, nýbrž chybné chování ČNB.
3) Přímé kurzové intervence mají nesporné náklady ve formě zdražení dovozu a tlaku na domácí cenovou hladinu.
4) Doktrína cílování inflace je mylná. Svůj názor staví na faktu, že CB slepě důvěřuje své tzv. prognóze cen a je-li pak realita odlišná, je podle úvahy CB chyba v realitě. V našem případě to pak vede k tzv. podstřelování inflačního cíle. Joseph E. Stiglitz však svým výrokem zachází ještě dál, když naráží na dosavadní úspěšnost, spíše tedy neúspěšnost, ekonomů v rámci tříletých předpovědí. Tvrdí, že reflektováno v předehře ke krizi, by nikdo neměl mít moc důvěry v křišťálovou kouli, která předpovídá desetiletí do budoucnosti.[158] Někteří ekonomové jako Robert Gordon pak přímo tvrdí, že bychom se měli přizpůsobit nové realitě, v níž dlouhodobý růst produktivity bude výrazně nižší v porovnání s uplynulým stoletím.[159]
5) Inflační cíl si bankéři CB stanovují sami, není to normativně daná správná hodnota. Odvolání centrální měnové autority, že musí plnit stanovený inflační cíl, je tudíž nesmyslné.
6) Není potřeba devizových intervencí, ale systémových změn v ekonomice, normální parlamentní a rozumné rozpočtové politiky.
7) V ČR chyběla poptávka (po spotřebním zboží, exportu, investicích).
8) Ekonomice deflace nehrozila, hrozilo jí maximálně pokračování v absenci ekonomického růstu.

Jasně a stručně řečeno, Václav Klaus považoval za hlavní motiv rozhodnutí ČNB uplatňovat devizové intervence pouze možnost předvést svou akceschopnost poté, co vyčerpala do té doby svůj hlavní měnově-politický nástroj, úrokové sazby.

---

[158]STIGLITZ. *Stagnation by Design* [online]. 6.2.2014 [citace: 4.5.2015]. Dostupné z: http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-argues-that-bad-policies-in-rich-countries--not-economic-inevitability--have-caused-most-people-s-standard-of-living-to-decline.

[159]STIGLITZ. *Stagnation by Design* [online]. 6.2.2014 [citace: 4.5.2015]. Dostupné z: http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-argues-that-bad-policies-in-rich-countries--not-economic-inevitability--have-caused-most-people-s-standard-of-living-to-decline.

5.2.1.2 Miloš Zeman

Miloš Zeman, současný prezident ČR, souhlasil ve věci devizových intervencí se svým předchůdcem. Ztotožňují se v názoru, že hlavním motivem ČNB nebyla hrozba deflace. Miloš Zeman však uvádí důvody rozhodnutí ČNB jiné. Nejlépe však jeho reakci a kritiku vystihne jeho výrok z návštěvy Královéhradeckého kraje.

„Naštěstí prezident jmenuje členy bankovní rady a v roce 2016 může jmenovat i nového guvernéra centrální banky. A já udělám vše pro to, aby v této ctihodné instituci napříště seděli lidé, kteří nebudou dělat zbytečné experimenty s českou ekonomikou a kteří budou podporovat vstup ČR do eurozóny, což je věc, kterou si přeje velká většina našich podnikatelů.“[160]

Z tohoto výroku lze snadno vyčíst, proč Miloš Zeman kritizoval devizové intervence. Myšlenka, že ČNB znehodnotila domácí měnu nikoliv kvůli hrozbě deflace, ale protože si přála oddálit vstup ČR do eurozóny, neboť by při tomto vstupu ztratila část svých kompetencí. Dle názoru Miloše Zemana bylo zkrátka znehodnocení koruny (devalvace) ekonomicky neefektivní.

Vzhledem k délce mandátů velké části členů bankovní rady ČNB, však prezidentovo tvrzení nebylo dostatečně podloženo. Většině členů bankovní rady nejpozději v druhém pololetí roku 2016 mandát skončil, např. Evě Zamrazilové, kterou 1.3.2014 nahradil současný guvernér ČNB Jiří Rusnok,[161] a režim devizových intervencí měl být původně ukončen přesně tou dobou. Navíc, vstup ČR do eurozóny je plánován nejdříve na rok 2018.

Mojmír Hampl, viceguvernér ČNB, se ke kritice intervencí od Václava Klause a jeho následovníka Miloše Zemana vyjádřil následovně: *„Osobně jsem čekal negativní reakci ze strany politiků mnohem silnější.“*[162]

---

[160] ČTK. *ČNB má být nezávislá, zlobí se Babiš nad výroky Zemana* [online]. 19.2.2015 [citace: 4.5.2015]. Dostupné z: http://www.tyden.cz/rubriky/domaci/politika/cnb-ma-byt-nezavisla-zlobi-se-babis-nad-vyroky-zemana_333858.html#.VU8SxuN_thg.

[161] ČNB. *Jiří Rusnok – guvernér ČNB* [online]. [Citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/clenove_bankovni_rady/rusnok.html.

[162] ŠTEFEK. *Euro pro nás není priorita* [online]. 13.1.2014, str. 54 [citace: 24.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

5.2.2 Pohledem ekonomů

Deflace, situace v ekonomice, jejíž škodlivé celospolečenské důsledky jsou ekonomům velice dobře známé. Devizové intervence byly však zahájeny ještě před tím, než se plně prokázalo, zda jde v případě české ekonomiky vůbec o deflaci. Jak poznamenala bývala členka rady ČNB Eva Zamrazilová, obavy z deflace byly neopodstatněné. *„Recesně-deflační spirála, kdy při poklesu cenové hladiny spotřebitelé odkládají nákup s tím, že zboží ještě dále zlevní, se tady nikdy neroztočila.“*[163] Podobného názoru byl i bývalý člen bankovní rady Pavel Řežábek, který situaci ohledně deflace komentoval slovy: *„Nyní máme šok do ekonomiky vedoucí směrem dolů – pokles cen energií. Bohužel k němu nedošlo na začátku krize, ale až nyní. Jsme součástí regionu Evropa, a spadne-li ta do deflace, Česká republika jako malá otevřená ekonomika s tím sama bude těžko bojovat. I v minulosti se spíše sledovalo, jak na tom jsme z hlediska vývoje ekonomiky, nezaměstnanosti, mezd, otázka deflace je tématem až poslední doby díky delšímu období ekonomického poklesu. Základní otázkou je, nakolik má měnová politika reagovat na nákladové šoky, tedy ceny vstupů jako energie. A jak velké je riziko, že se promítnou do inflačních očekávání ve střednědobém horizontu. Deflační spirála však podle mne nehrozí.“*[164]

Zde je důležité si uvědomit, že pro národní hospodářství může být velkým problémem i situace, kdy daná ekonomika ještě sice není v deflaci, nicméně inflace z dlouhodobého hlediska vykazuje hodnoty značně nižší, než je inflační cíl stanovený CB. Toto je důležité zejména proto, že ke stanovenému inflačnímu cíli se upínají inflační očekávání ekonomických subjektů. CB by měla mít tedy schopnost tato očekávání ovlivňovat, nicméně pokud ztratí schopnost je ukotvovat, dopady na reálnou ekonomiku mohou být přímo devastující, viz. nárůst reálné úrokové míry, zastavení investic a spotřeby, pokles hospodářského růstu, nárůst reálného břemene z dluhů atd.

Hovoříme-li o měnové politice, která operuje v rámci inflačního cílování, lze tedy konstatovat, že inflační očekávání hrají zásadní roli. Jak sám Vladimír Tomšík apeluje *„Význam očekávání je dnes v ekonomické teorii důkladně zmapován a odborně popsán. Moderní měnová politika klade na roli očekávání ještě větší důraz, než tomu bylo v*

---

[163] ČTK. *Šéf Brano Group: Intervence ČNB co nejdéle, ideálem je ale euro* [online]. 5.10.2016 [citace: 14.12.2017]. Dostupné z: http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/sef-brano-group-intervence-cnb-co-nejdele-idealem-je-ale-euro_400402.html.

[164] ZAVADILOVÁ. *Každý člen bankovní rady je jinak citlivý* [online]. 4.3.2014 [citace: 14.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2014/cl_14_140304_rezabek_e15.html.

minulosti. Úloha očekávání byla až do šedesátých let minulého století podceněna, což přispělo k tomu, že se původně stabilní makroekonomické vztahy začaly rozvolňovat, a hospodářská politika se tak v sedmdesátých letech dostávala do slepé uličky.“[165] Z hlediska jeho úhlu pohledu můžeme tedy tvrdit, že série bezprecedentních kroků ČNB, viz. snižování úrokových sazeb na technickou nulu, slovní i reálné devizové intervence s cílem oslabit korunu, byly správnou cestou, jak se vyhnout deflaci, oživit českou ekonomiku a udržet kredibilitu ČNB.

Na druhou stranu jsou zde však ekonomové, jež zaujímají odlišný názor na problematiku devizových intervencí na oslabení koruny jako např. Richard Hindls, jež tvrdí, že: *„V této situaci je to jedno opatření. Ekonomika ale není postavena jen na jednom silném opatření. Osobně si myslím, že bude problém dostat se ke dvěma procentům, protože eurozóna se vrací. Ekonomika je trochu složitější, než aby se opřela o jedno měnové rozhodnutí ČNB. Pokud se úspěch dostaví, tak to opatření bude minoritním akcionářem úspěchu."*[166].

5.2.3 Pohledem ekonomických subjektů

Z pohledu ekonomických subjektů jak importérů, tak exportérů, byla narušena rovnováha ekonomické soutěže. Kurzovými intervencemi a zakotvením kurzu koruny na euro při tlaku na její zhodnocení byla uměle vytvořena komparativní výhoda pro české vývozce vůči českým dovozcům, kterým se zdražily vstupy.

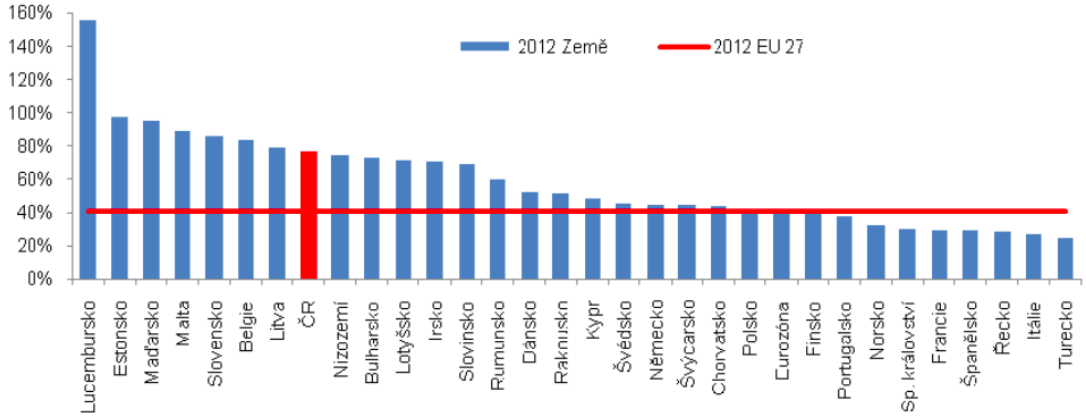
Zde je důležité zmínit importní náročnost ČR. Česká ekonomika, i když je exportně orientovaná, je totiž obecně také vysoce dovozně náročná a jak je vidět na obrázku 18 níže, v dovozech zboží je reálně dokonce pátá nejnáročnější země v EU. V poměru ke svému HDP ČR doveze téměř 80 %, což je značná dovozní závislost na zahraničí.

---

[165] TOMŠÍK. *Světový ekonomický výhled a kouzlo ukotvených inflačních očekávání: co mají společného?* [online]. 8.4.2014 [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/tomsik_20140408.html.

[166] REDAKCE INVESTIČNÍ WEB. *Ekonom: Kvůli eurozóně bude v ČR ještě problém s růstem inflace k 2 %* [online]. 9.11.2014 [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: http://www.investicniweb.cz/news-2014-11-9-ekonomkvuli-eurozone-jeste-bude-problem-s-rustem-inflace-k-2-pct/.

Obrázek 18: Porovnání dovozní náročnosti ekonomik zemí EU a vybraných zemí v roce 2012 (objem dovozů zboží a služeb k objemu HDP v cenách a směnných kurzech roku 2005, v %)



Zdroj: *ČSÚ, Co znamená vysoká dovozní náročnost české ekonomiky (2013), str. 2*

Z dat národního účetnictví je pak možné vyčíst, že plné tři čtvrtiny dovozu zboží a služeb (v nominálním vyjádření) směřují dále do mezispotřeby. To znamená, že na konečné využití[167] připadlo dle dat z roku 2009 pouhých 26,8 % užitých zdrojů z dovozu, což nečiní ani třetinu celkového dovozu.[168] Dle dominance mezispotřeby lze pak určit, jak významné dopady má změna podmínek dovozu na podmínky v české ekonomice, viz. kurzový závazek z listopadu roku 2013, který zdražil veškerý český dovoz. Z hlediska dovozní náročnosti vývozu pak významně ovlivnil i samotný vývoz.[169]

5.2.4 Doporučení mezinárodních organizací a nadnárodní konsekvence

Doporučení aplikace devizových intervencí nepřišlo pouze z řad členů bankovní rady ČNB, ale také ze strany mezinárodních organizací. Například OECD a Mezinárodní měnový fond (MMF) upozorňovaly na použití tohoto měnově-politického nástroje již před samotným zákrokem ČNB 7. listopadu roku 2013.

[167] Tj. především pro výdaje na konečnou spotřebu domácností a vládního sektoru vč. investic. Viz. ČSÚ (2013), [citace: 10.8.2017], online: https://www.czso.cz/documents/10180/20533812/csav121613.pdf/1608be60-b9e0-4403-96e8-8e2a5e6f6875?version=1.0.

[168] ČSÚ (2013).

[169] Dovozní náročnost exportu je podrobněji popsána v kapitole 5.2.7 Pohledem Svazu průmyslu a dopravy.

Mezi nejvýraznější varování patřil např. Ekonomický výhled OECD[170] (OECD Economic Outlook) vydaný v červenci roku 2013. Tento výhled varoval před očekávaným malým růstem, který byl připisován příliš slabé inflaci. V návaznosti na to OECD doporučovala ČR, aby měnová politika ČNB byla uvolněnější.[171] K podobnému názoru se přiklonil i MMF, který doporučil přímo použití přímých kurzových intervencí v případě deflačních rizik. Tento nástroj totiž považuje za přiměřený a účinný v případě zvýšení cenové hladiny a inflačních očekávání směrem k naplnění inflačního cíle.[172]

MMF se i po zahájení devizových intervencí v dubnu roku 2014 přiklonil na stranu ČNB se slovy, že zkušenost ČNB je ilustrativním příkladem, že v případě, kdy úrokové sazby dosáhnou nulové dolní hranice, je dobré mít v rukávu další potenciální nástroj měnové politiky, i přestože nekonvenční. Vzhledem k tomu, že ČR je malá otevřená ekonomika, měnový kurz je účinnou cestou, jak ovlivňovat cenovou stabilitu, a jelikož byl kurz koruny považován za nadhodnocený, bylo zahájení intervencí na oslabení kurzu koruny považováno za vhodný krok.[173] Dle MMF bylo tak správným rozhodnutím ČNB ukotvit kurz koruny na euro, neboť tím zabránila hrozbě dlouhodobého podstřelování stanoveného 2% inflačního cíle, a v důsledku ztrátě schopnosti ovlivňovat inflační očekávání.

Doporučení mezinárodních organizací nemusí být však vždy optimální. Zde je dobré zmínit např. doporučení MMF ohledně vyšší než plánované devalvace české koruny v rámci liberalizace cen a zahraničního obchodu ČR v 90. letech. Jak je možné s časovým odstupem od období transformace české ekonomiky vidět, rozhodnutí Václava Klause o menší míře devalvace bylo tehdy rozumným řešením. Sám Václav Klause se k tomuto tématu vyjádřil slovy: *„Několik dní před liberalizací cen a zahraničního obchodu jsme provedli další devalvaci československé koruny, při níž jsme oficiální kurz výrazně přiblížili ke kursu koruny na černém trhu. Korunu jsme však devalvovali ke kursu*

---

[170] Každý červenec a prosince OECD Economic Outlook zkoumá nejnovější ekonomický vývoj v zemích OECD a prostřednictvím integrovaného souboru kvantitativních prognóz, hodnotí vyhlídky do budoucnosti. Navíc, zde jsou často zvláštní studie, jejichž cílem je pomoci výkladu hospodářských trendů. Viz THE MIT PRESS (1970).

[171] OECD (2013), str. 114.

[172] IMF. *Czech Republic: 2013 Article IV Consultation* [online]. Srpen 2013, str. 10 [citace: 20.3.2015]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13242.pdf.

[173] IMF. *World Economic Outlook: Recovery Strengthens, Remains Uneven – Chapter 1: Recent Developments and Prospects* [online]. Duben 2014, 48 s. [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/_c1pdf.ashx.

vyššímu, než požadoval Mezinárodní měnový fond, do kterého jsme v září 1990 znovu vstoupili. Spor s MMF byl velmi ostrý, ale i v něm jsme tehdy zvítězili a čas nám dal za pravdu. Kurs na námi vyvzdorované úrovni vydržel dlouhých sedm let. Bylo dobře, že jsme tehdy – přes velký nátlak této mocné organizace – neustoupili.“[174]

5.2.5 Pohledem spotřebitele

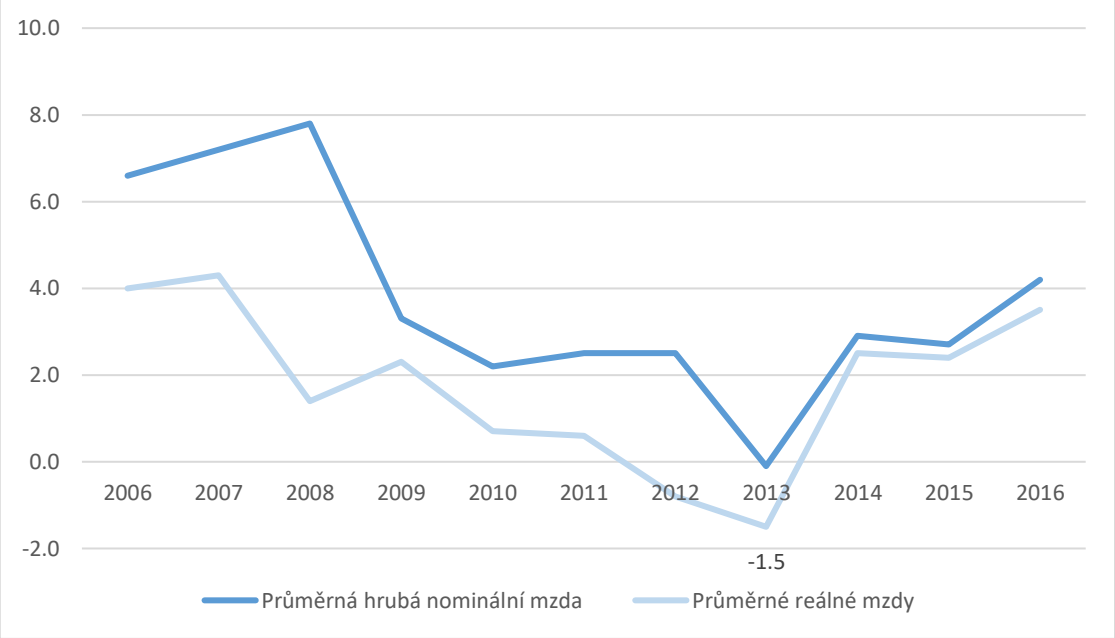
Názor spotřebitelů na devizové intervence, jimiž ČNB znehodnotila kurz koruny, byl veskrze jednotný a spíše negativní. Oslabení české koruny se totiž okamžitě promítlo ve formě vyšších nákladů u výjezdů do zahraničí a dováženého zboží, což spotřebitelé zaznamenali zejména pak v oblasti elektroniky.

Pro běžného spotřebitele může být také snadno nepochopitelná snaha CB vyhnout se deflaci a podpořit inflační tendence. Snižování kupní síly peněz pro běžného spotřebitele není na první dojem nic příjemného.

5.2.6 Pohledem odborů

Oslabení kurzu koruny v režii ČNB kritizovaly i samotné odbory, které se opíraly zejména o zvýšení cen dováženého zboží a nízké tempo růstu mezd, viz graf 9 níže.

Graf 9: Vývoj růstu nominálních a reálných mezd v ČR



Zdroj: *ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

[174] KLAUS A KOL. (2016), str. 21.

Jak je možno vidět v grafu 9 výše, v průběhu posledních 5 let před zavedením kurzového závazku byl zaznamenám pokles růstu mezd jak nominálních, tak reálných. V průběhu roku 2012 a 2013 pak bylo dokonce dosaženo záporných hodnot. Odbory se tedy stavěly ostře proti zavedení kurzového závazku zejména proto, že se obávaly, že zdražení importovaného zboží ruku v ruce s klesajícím růstem mezd bude mít pro spotřebitele (zaměstnance) katastrofální důsledky.

Tisková mluvčí Českomoravské konfederace odborových svazů Jana Kašparová se vyjádřila takto: *„Českomoravská konfederace odborových svazů vnímá rozhodnutí nezávislé České národní banky intervenovat na finančním trhu v neprospěch kurzu české koruny nákupem cizí měny v řádech desítek miliard korun jako velmi problematické. Náklady tohoto opatření pocítí především domácnosti s nízkými a středními příjmy již v dohledné době předvánočních nákupů, kdy se zdraží především elektronika, potraviny včetně ovoce z dovozu, ale také třeba zahraniční dovolená. Je velkou otázkou, zda se v delším časovém odstupu dostaví slibované přínosy. Tyto národohospodářské efekty jsou centrální bankou očekávány v důsledku měnové podpory exportně orientovaných průmyslových oborů. Podle ČMKOS jde o posílení zatím jen doutnajících ohnisek ekonomického oživení, následovaného případným zvýšením zaměstnanosti, potažmo i mírného zrychlení růstu mezd.“*[175].

Jak je vidět na grafu 9 výše, s časovým odstupem je možno říci, že po vyhlášení kurzového závazku, začaly počátkem roku 2014 růst jak reálné, tak nominální mzdy, což platilo i pro dva následujíc roky. Otázkou však stále zůstává, zda je to výsledkem devizových intervencí, či samotným vývojem české ekonomiky.

5.2.7 Pohledem Svazu průmyslu a dopravy

Česká republika jakožto malá otevřená ekonomika je závislá na exportu a stejně tak řada firem ve Svazu průmyslu a dopravy je exportně orientovaná. Pohledem svazu průmyslu a dopravy byly tedy intervence spíše pozitivní, s ohledem na exportéry, jimž v té době zahraniční poptávka rostla.[176]

---

[175] TŮMA. *Očima expertů: Měnová intervence ČNB. Komu pomůže a komu ublíží?* [online]. 15.11.2013 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: https://www.penize.cz/makroekonomika/275985-ocima-expertu-menova-intervence-cnb-komu-pomuze-a-komu-ublizi.

[176] ČÍŽEK. *Devizové intervence a pozice Svazu průmyslu a dopravy ČR* [online]. 13.11.2013 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: http://www.spcr.cz/projekty/probihajici-projekty/144-media/aktualni-komentare/6870-devizove-intervence-a-pozice-svazu-prmyslu-a-dopravy-r.

Efekt devizových intervencí se však v této oblasti setkal s určitými omezeními.

1. Část tržeb z vývozu má většina firem zajištěných proti kurzovým výkyvům.
2. Importní náročnost řady exportních odvětví, např. u automobilových společností.

Zajištění společností proti kurzovým výkyvům je dnes běžnou záležitostí a dle šetření se hodnota v době zahájení devizových intervencí pohybovala kolem 1/3.[177] V důsledku slovních intervencí ČNB již v průběhu roku 2012 se poměr hodnoty firem zajištěných proti kurzovým výkyvům zmenšil, ne však nijak markantně.[178] Jak sám Pavel Juříček poznamenal, *„velké průmyslové firmy byly zajištěny proti kurzovým výkyvům. Prudké oslabení koruny jim pak přineslo ztráty ve stovkách milionů korun. To se následně projevilo i ve státním rozpočtu nižším výběrem daně z příjmů.“*[179]. Poté dodal, že aby krok ČNB pomohl průmyslovým firmám, musela by CB držet kurzový závazek co možná nejdéle. *„Teď se přirozeně jistíme tím, že téměř všechno, včetně elektřiny nebo plynu, nakupujeme v eurech. Případným opuštěním devizových intervencí se tak nechceme nechat znovu rozkývat. V zahraničí se často diví jak taková malá země, jako je Česká republika, může mít svou vlastní měnu. Přijetí eura by bylo ideální.“*[180]

Co se týká importní náročnosti řady firem, zde je důležité zmínit proti sobě jdoucí příjmy a náklady v cizích měnách, které způsobily, že výsledný efekt byl značně menší, než se původně očekávalo.

---

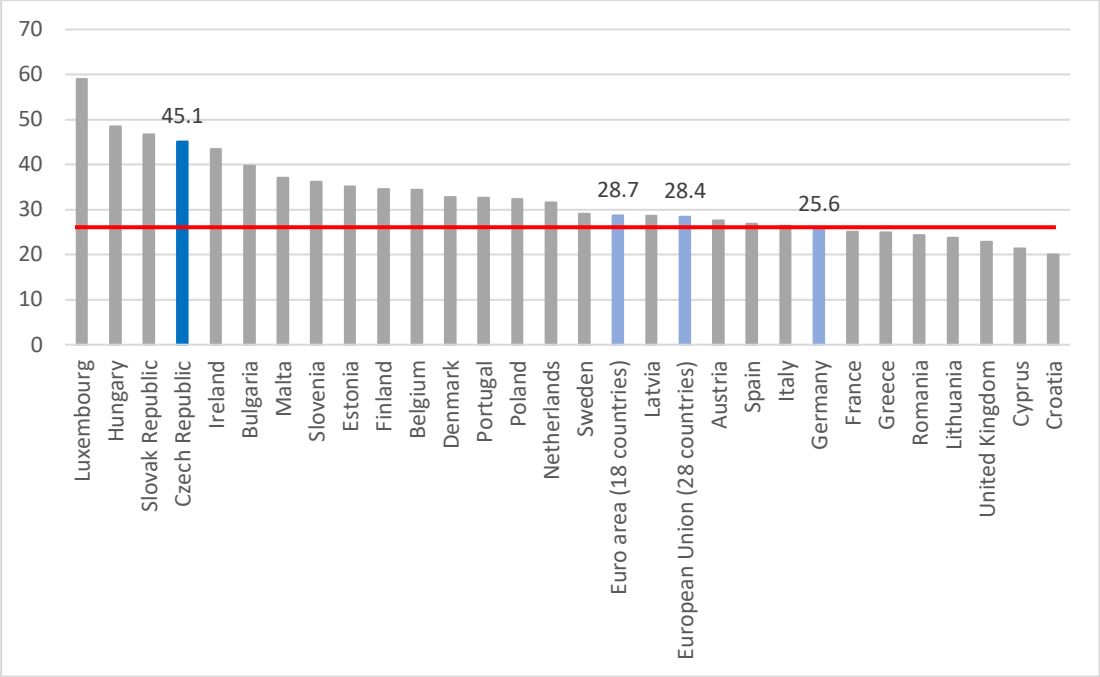
[177] ČÍŽEK. *Devizové intervence a pozice Svazu průmyslu a dopravy ČR* [online]. 13.11.2013 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: http://www.spcr.cz/projekty/probihajici-projekty/144-media/aktualni-komentare/6870-devizove-intervence-a-pozice-svazu-prmyslu-a-dopravy-r.

[178] ČÍŽEK. *Devizové intervence a pozice Svazu průmyslu a dopravy ČR* [online]. 13.11.2013 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: http://www.spcr.cz/projekty/probihajici-projekty/144-media/aktualni-komentare/6870-devizove-intervence-a-pozice-svazu-prmyslu-a-dopravy-r.

[179] ČTK. *Šéf Brano Group: Intervence ČNB co nejdéle, ideálem je ale euro* [online]. 5.10.2016 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/sef-brano-group-intervence-cnb-co-nejdele-idealem-je-ale-euro_400402.html.

[180] ČTK. *Šéf Brano Group: Intervence ČNB co nejdéle, ideálem je ale euro* [online]. 5.10.2016 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: http://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/sef-brano-group-intervence-cnb-co-nejdele-idealem-je-ale-euro_400402.html.

Graf 10: Dovozní náročnost exportu zemí EU v roce 2011[181] (% z celkového hrubého exportu)

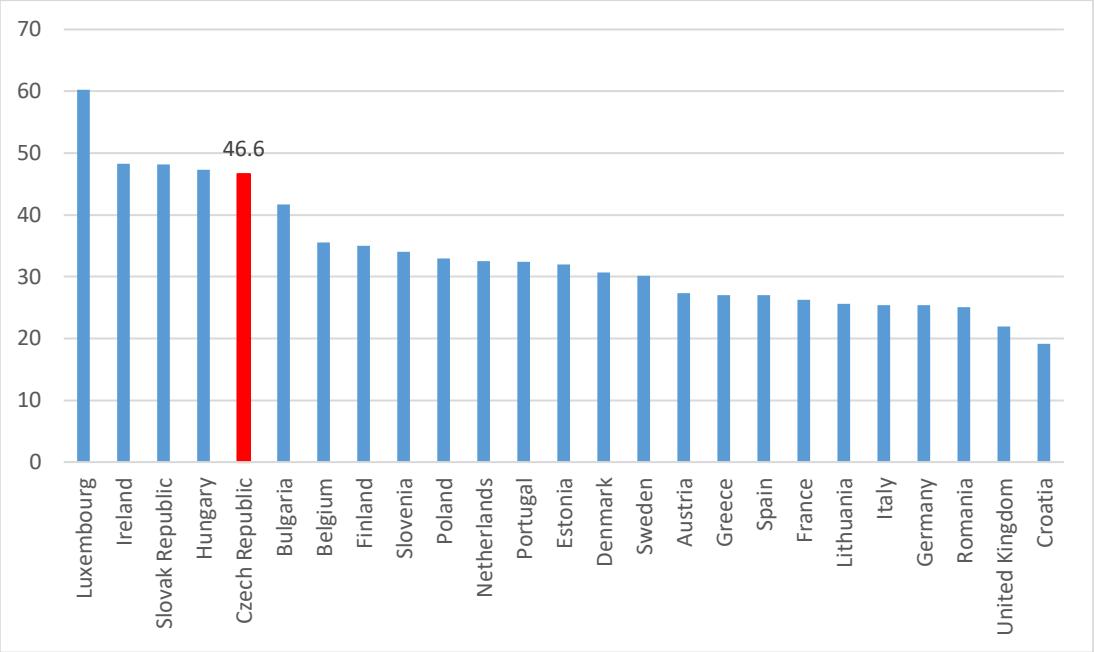


Zdroj: *Eurostat, Import content of exports, vlastní zpracování*

Dle grafu 10 výše je možno vidět, že dovozní náročnost českého vývozu dosahovala v roce 2011 téměř 50 %, což znamená, že kurzové zisky z kurzového závazku byly v převážné většině vyváženy kurzovými ztrátami.

[181] Za rok 2011 jsou poslední dohledatelné údaje o průměru Eurozóny a EU, které jsou v grafu uvedeny pro srovnání.

Graf 11: Dovozní náročnost exportu zemí EU v roce 2014[182] (% z celkového hrubého exportu)



Zdroj: *Eurostat, Import content of exports, vlastní zpracování*

Z grafu 11 výše lze pak jednoduše vyčíst, že dovozní náročnost českého vývozu průběžně roste, kdy z původních 45,1 % v roce 2011 se dostala na 46,6 % v roce 2014.

Celkově lze ale říci, že v souhrnu byl finální efekt pro exportéry pozitivní v „efektu tržeb“, neboť se jim tržby v korunách zvýšily, a tím pádem exportně orientované firmy dosáhly lepších hospodářských výsledků[183], v důsledku čehož se jim vytvořily i prostředky na případné investice.[184] Je nutno ale poznamenat, že plánovaná výhoda z kurzového závazku ve formě vyšších zisků pro české exportéry se pomalu zmenšuje rok od roku.

[182] Za rok 2014 jsou poslední dohledatelné údaje.

[183] Vyšší marže z titulu změny kurzu, kde tržby z exportu byly celkově vyšší než související náklady importovaných vstupů.

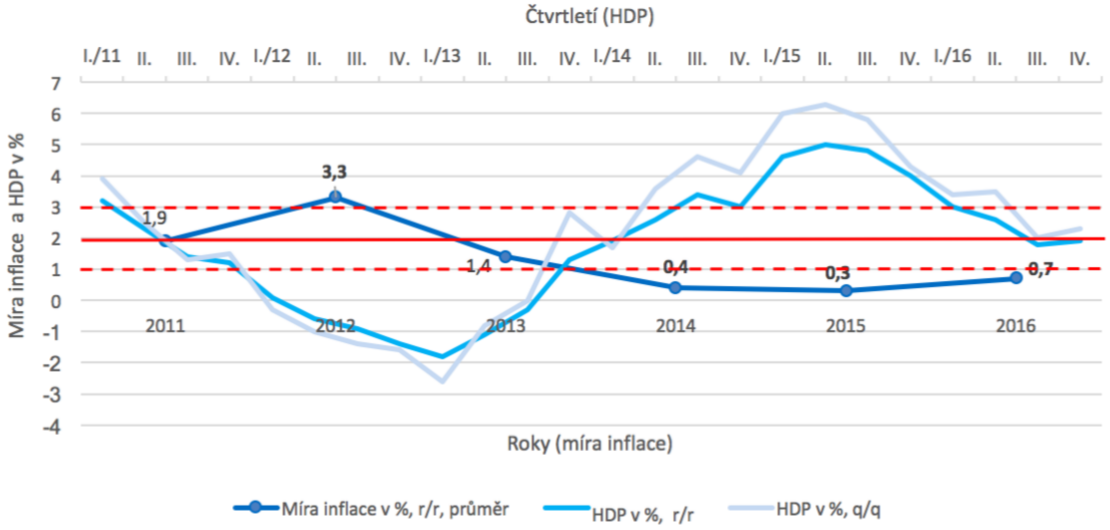
[184] Pro rok 2014 jsou poslední dohledatelná data.

5.2.8 Oživení ekonomiky

V souvislosti se zavedením kurzového závazku a jeho plánovaným potlačením deflačních tendencí je dobré zohlednit odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání kurzu jako svého základního měnově-politického nástroje promítá do domácí inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě používání úrokových sazeb. To znamená, že oproti původnímu zpoždění v případě úrokových sazeb, kdy je řeč o období 12-18 měsíců, kdy se měnově-politická opatření promítají do celkové inflace, se v případě měnového kurzu hovoří o zhruba poloviční době, cca 6-12 měsíců.

Z grafu 12 níže je možné vyčíst, zda byla deflační hrozba opravdová a zda se ekonomický výhled zlepšil v důsledku kurzových intervencí, či přirozeným vývojem domácí ekonomiky.

Graf 12: Vývoj míry inflace a růstu HDP v letech 2011-2016



Zdroj: *ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

V grafu 12 je vidět, že HDP sice klesalo již v průběhu celého roku 2011 a 2012, nicméně začalo plynule růst již od 1. čtvrtletí roku 2013. Lze tak usoudit, že změna trendu a nastartování ekonomického růstu nemohlo být výsledkem až a pouze kurzových intervencí, neboť započal o zhruba 2-3 čtvrtletí dříve, než byl kurzový závazek vůbec zaveden.

V průběhu roku 2014 nelze samozřejmě vyloučit vliv kurzového závazku na růst HDP, avšak v průběhu roku 2013 by k potlačení předpokládaných deflačních tendencí musely zabránit již samotné slovní intervence, které byly patrné ze strany ČNB již v průběhu roku 2012. Dle vývoje růstu HDP v letech 2011-2016 lze tak soudit, že byl růst HDP zejména důsledkem změny ekonomického cyklu.

Kdyby bylo využití kurzového závazku natolik oprávněné, jak ČNB tvrdila, a následně i správně nastavené, měla být míra inflace na svém inflačním cíli již koncem roku 2014. Další prodlužování kurzového závazku a oddalování exitu s ohledem na další roky, však nemělo na inflaci již podstatný vliv, jako by tomu mohlo být v případě využívání, resp. snižování, základních úrokových sazeb. Blíže viz. Kapitola 7, ve které jsou dle jednotlivých let uvedeny prognózy a výsledné inflace.

6 Vývoj indexu spotřebitelských cen 1998-2004

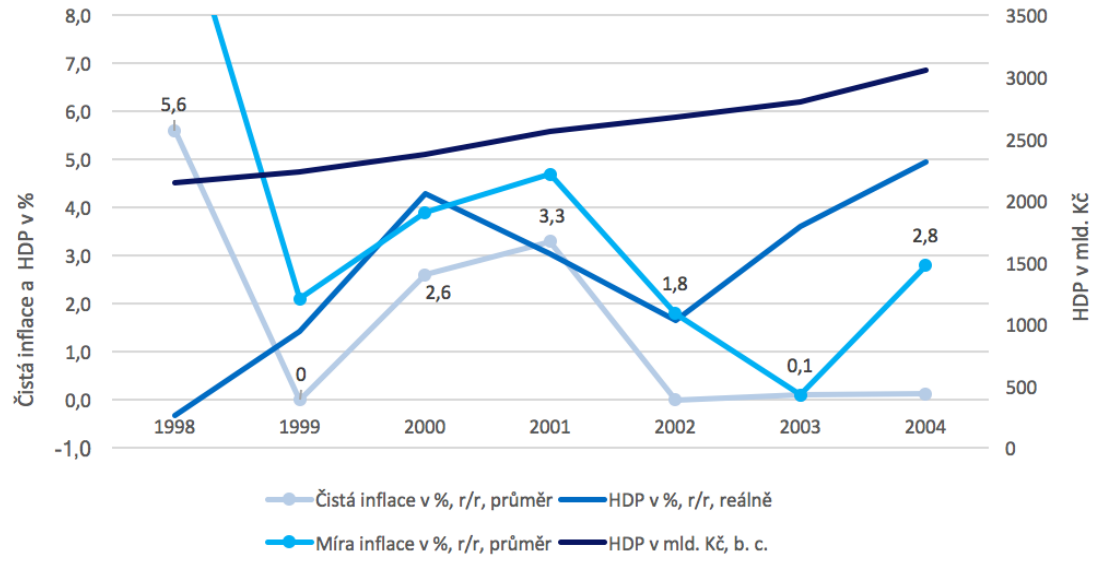
V této kapitole je pracováno s vývojem čisté inflace a spotřebitelských cen (celkové inflace). Čistá inflace je posuzována v souladu se stanovenými inflačními cíli pro období 1998-2001. S celkovou inflací je pracováno od roku 2002, kdy byla změněna metodika ČNB, a bylo stanoveno cílové pásmo v celkové inflaci.

Pro podrobnou analýzu jednotlivých let jsou využity zprávy o inflaci ze 4. čtvrtletí příslušného roku vydávané v lednu následujícího roku.

Jednotlivé prognózy byly podrobeny analýze, avšak nebyly zjištěny natolik podstatné zkušenosti, které by vedly k popření textu příslušných zpráv o inflaci.

Pro lepší představivost vývoje inflace v celém období 1998-2004 slouží graf 13 níže.

Graf 13: Vývoj inflace v období 1998-2004



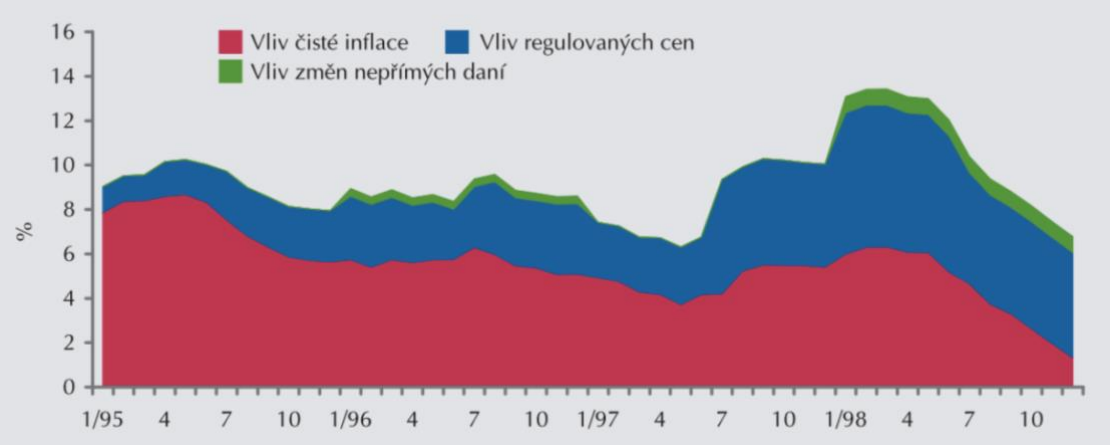
Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2002, Zpráva o inflaci leden/2007; ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

6.1 Rok 1998[185]

V období 1998-2002 byly inflační cíle vyhlašovány v tzv. čisté inflaci, která představuje pohyb pouze neregulované části spotřebního koše, očištěného o vliv nepřímých daní, případně rušení dotací.

Inflační cíl pro rok 1998 byl ohlášen v prosinci roku 1997 a byl stanoven na hodnotu 6 % +/- 0,5 p. b.

Obrázek 19: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 1995-1998



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/1999, str. 4*

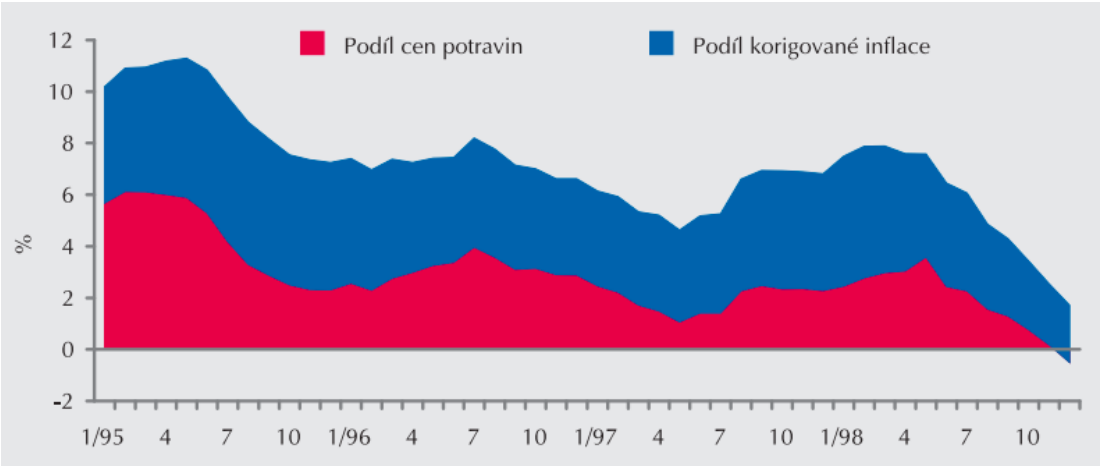
Jak je možno na obr. 19 výše vidět, k výraznému poklesu inflace docházelo až od června roku 1998. Ve srovnání s 3. čtvrtletím roku 1998 se ale intenzita desinflačního vývoje snížila.

Zpomalující se meziroční růst CPI v průběhu roku 1998, zejména pak v prvních třech čtvrtletích, byl výsledkem snižujícího se meziročního růstu regulovaných cen a snižující se meziroční čisté inflace. Ve 4. čtvrtletí bylo však možné pozorovat stabilní míru růstu regulovaných cen. Za zpomalením meziročního růstu CPI stála klesající meziroční čistá inflace, v rozhodující míře pak výrazné snížení cen potravin.

V porovnání s koncem roku 1997 byl meziroční růst CPI ovlivněn ve větší míře růstem regulovaných cen. Vliv změn nepřímých daní byl pak po celý rok totožný a téměř nepatrný, držel se na hranici 0,73 p. b.

[185] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/1999* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoi_1999_leden.pdf

Obrázek 20: Struktura meziroční čisté inflace v letech 1995-1998



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/1999, str. 5*

Na vývoji čisté inflace se podílely její dvě důležité složky (ceny potravin a nepotravinářského zboží). Výrazný pokles od 3. čtvrtletí lze přiřadit mimořádnému vývoji cen potravin, který po očištění od administrativních vlivů vykázal značný pokles.

Jak už bylo výše řečeno, pokles čisté inflace a zpomalení tempa růstu regulovaných cen se promítlo do zpomalení růstu celkové inflace, jež bylo přisuzováno souběhu vlivu vnitřních a vnějších faktorů poptávkového i nákladového charakteru a pro vývoj inflace příznivého vývoje kurzu koruny.

Značnou váhu mezi těmito faktory však měly faktory vnější, u nichž je známo, že ať už z části (kurz koruny) nebo úplně (ceny surovin na světových trzích) jsou mimo dosah měnové politiky CB. *„ČNB odhaduje vliv těchto faktorů mezi 2 až 3 procentními body na čistou inflaci v roce 1998.“*[186]

V rámci stanoveného inflačního cíle docházelo v 1. čtvrtletí roku spíše k podstřelování inflačního cíle, od konce 2. čtvrtletí pak k jeho přestřelování. Vzhledem k tomu, že záporné odchylky od inflačního cíle byly v součtu znatelně vyšší, se průměrná míra čisté inflace za rok 1998 pohybovala na úrovni 1,7 %, což bylo výrazně pod inflačním cílem.

.

[186] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/1999* [online]. [Citace: 3.11.2017] Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoi_1999_leden.pdf.

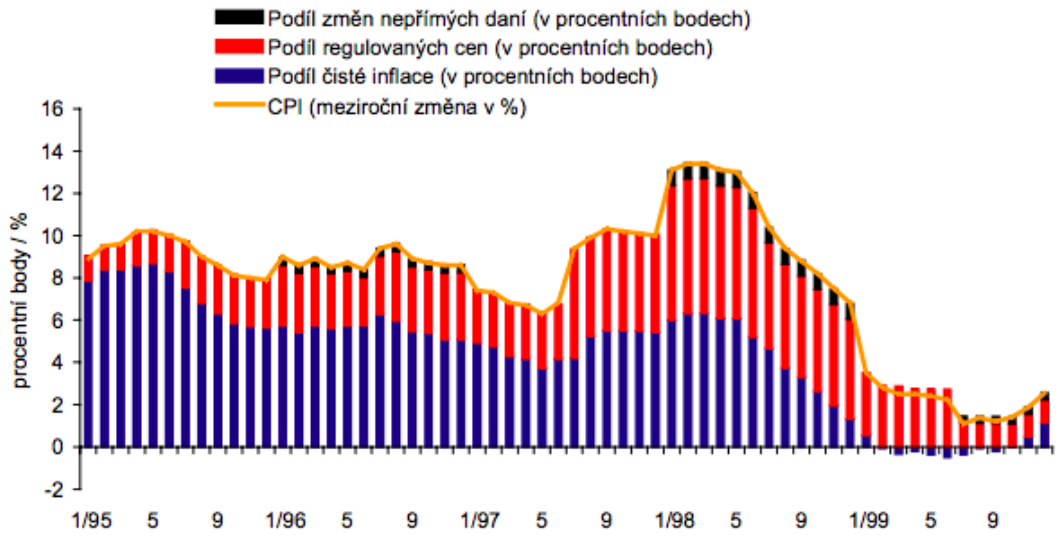
6.2 Rok 1999[187]

V listopadu roku 1998 byl ohlášen nový inflační cíl, vztahující se k roku 1999, jež byl stanoven na hodnotu výrazně nižší a to na 4,5 % +/- 0,5 p. b.

V roce 1999 mělo dojít ke splnění krátkodobého cíle, jež byl ohlášen v listopadu roku 1998 a šlo o hodnotu 4,5 % +/- 0,5 p. b.

V ZoI 01/1999 prognóza očekávala přetrvávání protiinflačního hospodářského a měnového rámce v nejbližším období. Prognóza naznačovala, že v prvním pololetí tohoto roku bude docházet k poklesu všech ukazatelů inflace, zejména pak i díky menšímu rozsahu zvyšování regulovaných cen v lednu tohoto roku. V průběhu 2. poloviny by však toto neobyčejně příznivé působení faktorů inflace mělo postupně slábnout. Inflační impulsy vnějších ekonomických faktorů byly pro tento rok očekávány slabé. V roce 1999 tak nešlo dle prognózy očekávat podobně příznivý vývoj zahraničních cen, jako tomu bylo v roce 1998. V 2. pololetí roku 1999 měla tak inflace mírně akcelerovat. Vzhledem k tomu, že nebylo zcela jasné, jaký bude vývoj cen surovin a dalších komodit na světových trzích, které by se v důsledku větší volatility kurzu mohli znatelně promítnout do kolísání cen dováženého zboží, bylo rozpětí prognózy širší než interval krátkodobého cíle stanoveného pro konec roku 1999.

Obrázek 21: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen 1995-1999

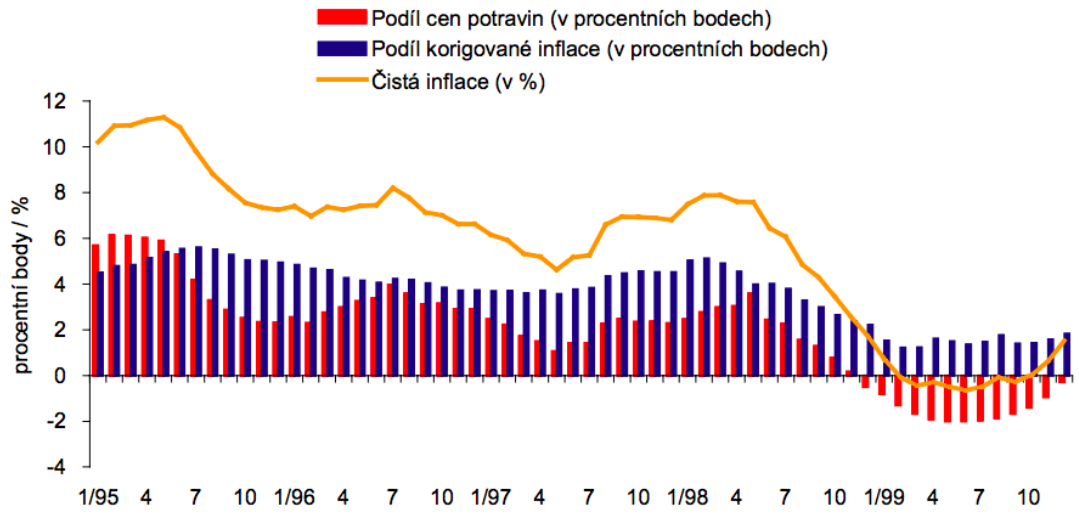


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2000, str. 12*

[187] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2000* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2000/2000_leden/download/zoi_2000_leden.pdf.

Jak je vidět na obr. 21 výše, inflační cíl v roce 1999 nebyl splněn. Stejně jako v roce 1998 šlo o značné přestřelení inflačního cíle, neboť čistá inflace v 1. polovině roku pokračovala ve své klesající tendenci. Dlouhodobější tendence ke zpomalování růstu inflace, která vyústila ve 3. čtvrtletí roku 1999, kdy dosáhla nejnižších hodnot od počátku transformace české ekonomiky, byla až na přelomu 3. a 4. čtvrtletí vystřídána mírnou akcelerací inflace, díky čemuž byla odchylka od stanoveného inflačního cíle v souhrnu menší, než tomu bylo v roce 1998.

Obrázek 22: Struktura meziroční čisté inflace v letech 1995-1999



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2000, str. 13*

Za nejvýznamnější příčinu této záporné odchylky od zvoleného inflačního cíle je zcela jistě možné považovat především vývoj cen potravin. Méně významnou roli pak hrál i samotný vývoj korigované inflace. Obávaný vliv dovezené inflace a dovozních cen však nehrál podstatnější roli v nesplnění inflačního cíle.

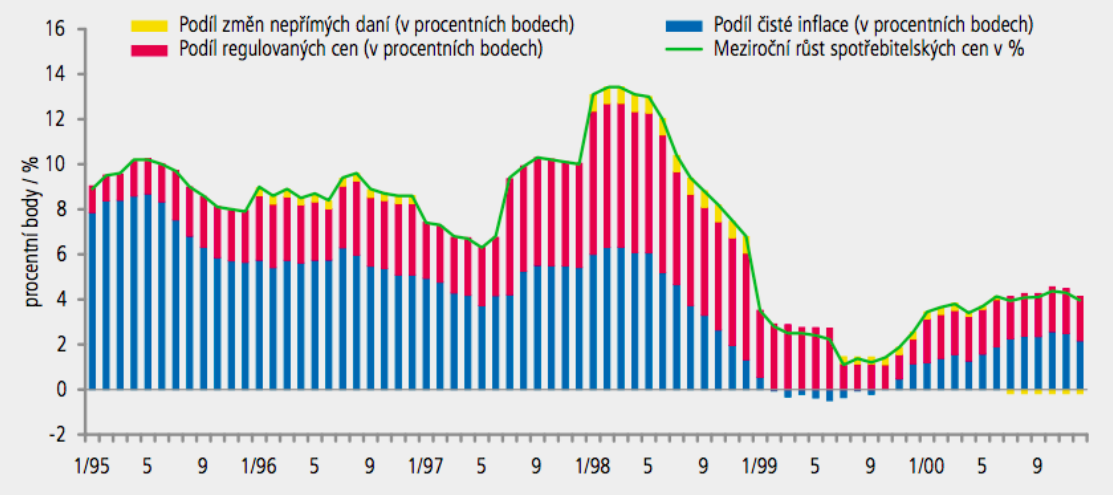
6.3 Rok 2000[188]

Pro rok 2000 byl stanoven opět nový inflační cíl, který byl ohlášen na konci roku 1997. Tentokrát šlo pouze o rozšíření fluktuačního pásma na +/- 1 p. b., cíl zůstal na stejné hodnotě 4,5 %.

V roce 2000 byl také stanoven krátkodobý cíl pro rok 2001 a to na hodnotu 3 % +/- 1 p. b.

Prognóza ze začátku 4. čtvrtletí roku 1999 předpokládala, že se hodnota čisté inflace bude koncem roku 2000 pohybovat poblíž dolní meze inflačního cíle, případně mírně pod. ČNB tak očekávala pozvolný nárůst inflace v průběhu celého roku.

Obrázek 23: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 1995-2000

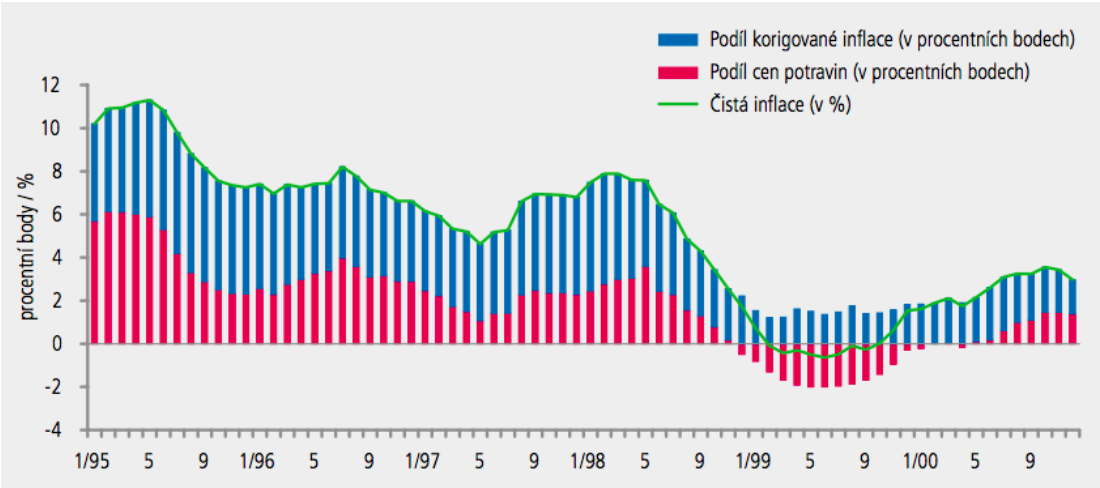


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2001, str. 4*

Jak je možno pozorovat na obr. 23 výše, již od 3. čtvrtletí (zejména 4. čtvrtletí) roku 1999 bylo po relativně dlouhém období desinflace možné pozorovat pozvolný a stabilní nárůst inflace, čímž bylo dosaženo stanoveného inflačního cíle, který byl vyhlášen v roce 1997. Z hlediska stabilního vývoje inflace v tomto roce bylo očekáváno dosažení stabilní hranice 3 %, proto byl také stanoven krátkodobý cíl v rámci inflačního cílování na hodnotu 3 % +/- 1 p. b.

[188] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2001* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/download/zoi_2001_leden.pdf.

Obrázek 24: Struktura meziroční čisté inflace v letech 1995-2000



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2001, str. 5*

Za základní faktory růstu čisté inflace v průběhu roku 2000 lze označit vývoj cen potravin a zahraniční inflace, která se v podobě zvýšení dovozních cen silně promítla do domácí inflace, zároveň také relativně autonomní vývoj cen pohonných hmot.

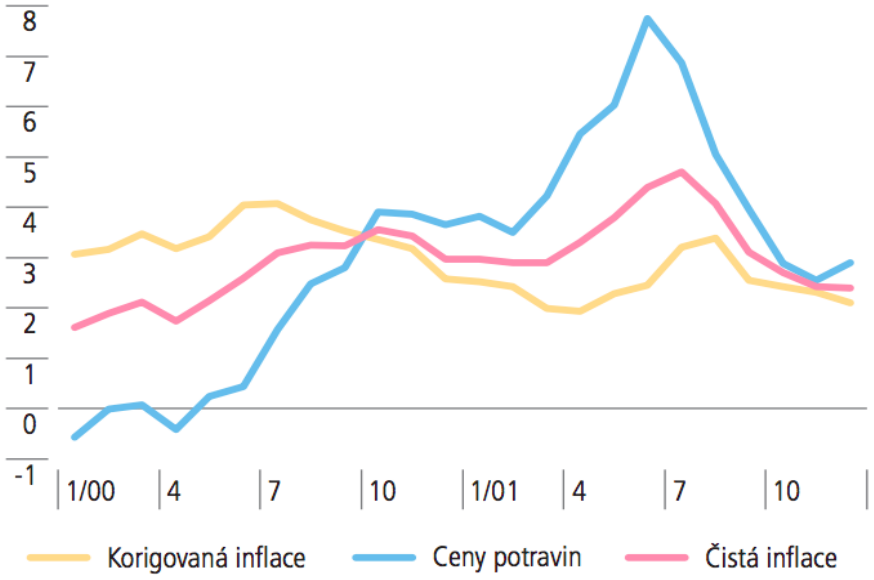
6.4 Rok 2001[189]

V roce 2001 mělo dojít ke splnění inflačního cíle ohlášeného v dubnu roku 2000. Tento cíl byl stanoven na hodnotu 3 % +/- 1 p. b. Také došlo k předkládání návrhů na opětovné snížení hodnoty cílového pásma v následujících letech.

Prognóza inflace ČNB pro rok 2001 vycházela ze ZoI 01/2000, kde byl očekáván mírný růst domácí poptávky kolem hodnoty 3 % a spotřeby domácností okolo 2 %. Zejména tento růst domácí poptávky měl být hlavním činitelem znatelnějšího růstu cen. Předpokládaný růst spotřebitelské poptávky vyplýval z očekávaného slabého růstu reálných příjmů domácnosti, což mělo být doprovázeno i mírným snížením míry úspor. Celá predikce byla založena na předpokladu stability domácího kurzu vůči EUR, apreciaci kurzu vůči USD a prohlubování poklesu cen ropy v průběhu roku 2001.

[189] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2002* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/download/zoi_2002_leden.pdf.

Obrázek 25: Vývoj čisté inflace a jejích složek v letech 2000-2001



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2002, str. 5*

Jak je možno pozorovat na obr. 25 výše, čistá inflace byla v 1. polovině roku 2001 tažena zejména růstem cen potravin. Od 2. poloviny roku 2001 došlo však k obratu. Zatímco ještě v červnu ceny potravin (včetně nápojů a tabáku) meziročně rostly o 7,7 %, v průběhu 3. čtvrtletí se jejich růst zpomalil na 4 % a v závěru 4. čtvrtletí byl zaznamenán růst pouhých 2,9 %. V souhrnu skutečná čistá inflace činila 3,3 %, a tedy se nacházela v horní části tolerančního pásma inflačního cíle.

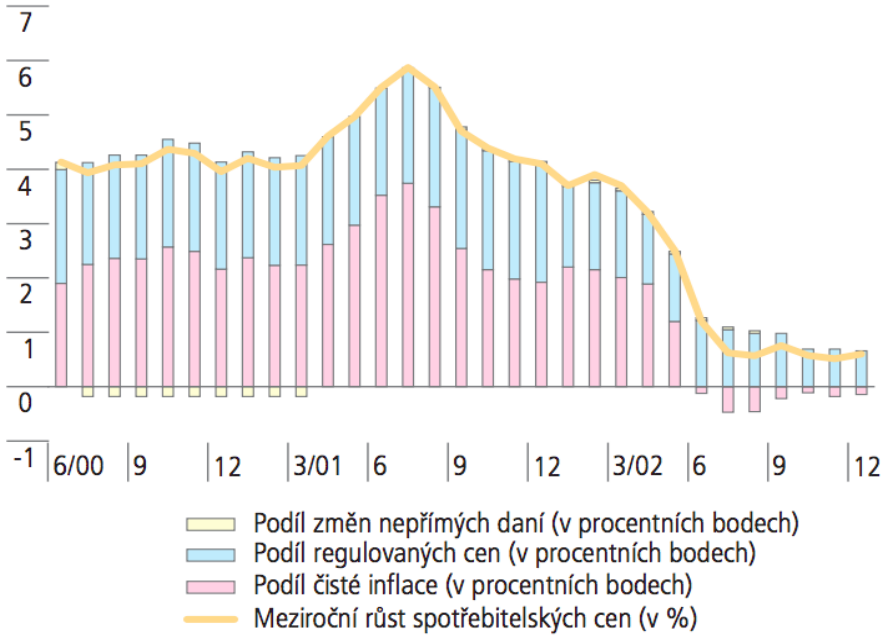
V rámci celkové inflace byl pak významný vliv regulovaných cen v průběhu celého roku. Ve vývoji regulovaných cen k významnějším změnám v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2001 nedošlo. Jejich meziroční růst na úrovni 11,7 % v prosinci byl v rozhodující míře výsledkem úprav cen regulovaných položek na počátku roku 2001, kdy došlo k úpravě cen zemního plynu, elektřiny, tepla a nájemného. I v roce 2001 byly regulované ceny významnou složkou celkového cenového pohybu – v závěru roku 2001 se na dosaženém 4,1% růstu spotřebitelských cen podílely více než polovinou.

6.5 Rok 2002[190]

Rok 2002 byl rokem plným změn, neboť došlo nejen ke snížení hodnoty inflačního cíle, ale také k jeho kompletnímu přenastavení. Od roku 2002 bylo stanoveno v rámci inflačního cílování konkrétní cílové pásmo namísto cíle s fluktuačním pásmem. To však nebyla jediná změna, neboť došlo také ke změně sledovaného ukazatele z původní tzv. čisté inflace na celkovou inflaci.

V dubnu roku 2001 byl tak ohlášen nový cíl ve formě cílového pásma, které se mělo mezi lety 2002-2005 pohybovat nejprve od hodnot 3-5 % k 2-4 %. V jednání ČNB je tak možno vidět snaha o neustále snižování plánovaných hodnot inflace.

Obrázek 26: Vývoj a struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 2000-2002



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2003, str. 5*

Jak je možno vidět na obr. 26 výše, stabilní růst inflace nebyla ČNB schopna udržet dlouhodobě. Díky výraznému propadu (zpomalení) růstu spotřebitelských cen došlo i k opětovné značné desinflaci, srovnatelné s tou, která byla pozorovatelná v letech 1998-1999. Spotřebitelská inflace dosáhla nejnižších hodnot od počátku transformace české ekonomiky a největší vliv na tom měly regulované ceny. Ke zmírnění růstu

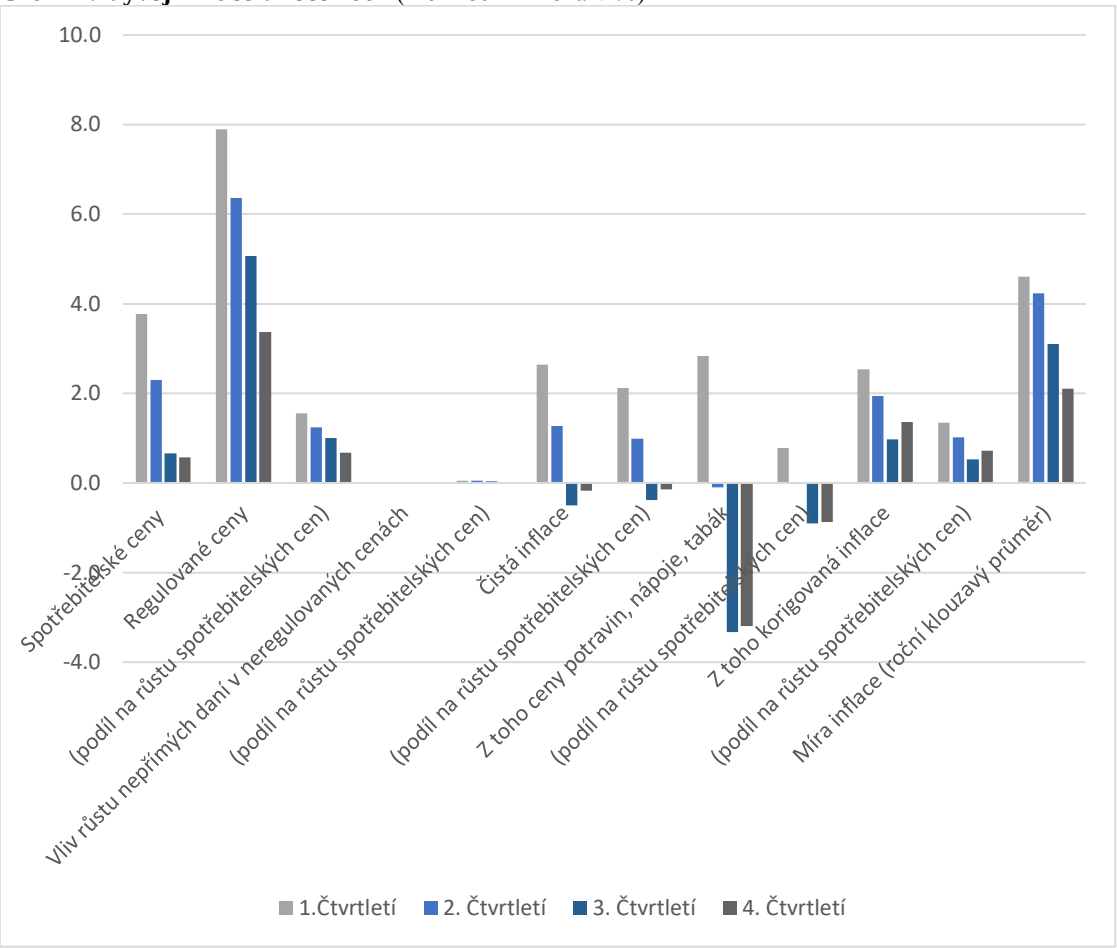
[190] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2003* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/download/zoi_2003_leden.pdf.

regulovaných cen znatelně přispěly dlouhodobě klesající ceny dováženého zemního plynu.

V průběhu roku 2002 se míra inflace dostala výrazně mimo stanovené inflační pásmo, což vedlo nejen ke stanovení nového inflačního cíle, ale také ke změně metodiky, viz. změna sledovaného ukazatele (přechod na celkovou inflaci) a stanovení cílového pásma.

Vzhledem ke stabilnímu vývoji míry inflace, který byl pozorovatelný v prvních dvou (třech) čtvrtletích roku 2001, bylo ke konci prvního čtvrtletí vyhlášeno nové cílové pásmo s klesající tendencí, u něhož bylo již počátkem roku 2002 jasné, že ho ČNB nebude schopná pro tento rok dosáhnout.

Graf 14: Vývoj inflace v roce 2002 (meziroční změna v %)



Zdroj: ČNB (2005), vlastní zpracování

K dosažení nízké inflace přispěla většina skupin spotřebitelského koše, zejména pak největší složky spotřebního koše, jako jsou potraviny a nealkoholické nápoje, kde byl v rámci tržních cen zaznamenán největší pokles cen (12/2002 -5,4 %), či odívání a obuv (-4 %). Ceny potravinářských produktů klesaly v celém produkčním, zpracovatelském a obchodním řetězci. Od počátku roku 2000 byl však zaznamenán ohromný propad cen zemědělských výrobců, který se pak promítl dále. Růst cen byl pozorovatelný zejména u složek bydlení, voda, energie, paliva, který se však v průběhu celého roku výrazně zpomaloval a ke konci roku se pohyboval jen okolo 4 %. Dále pak výdaje na zdraví a vzdělávání, kde došlo k podobnému výslednému růstu cen jen okolo 4 %. U ostatních složek spotřebního koše byl zaznamenán jen nepatrný růst cen, jeho zpomalování, či přímo pokles cen.

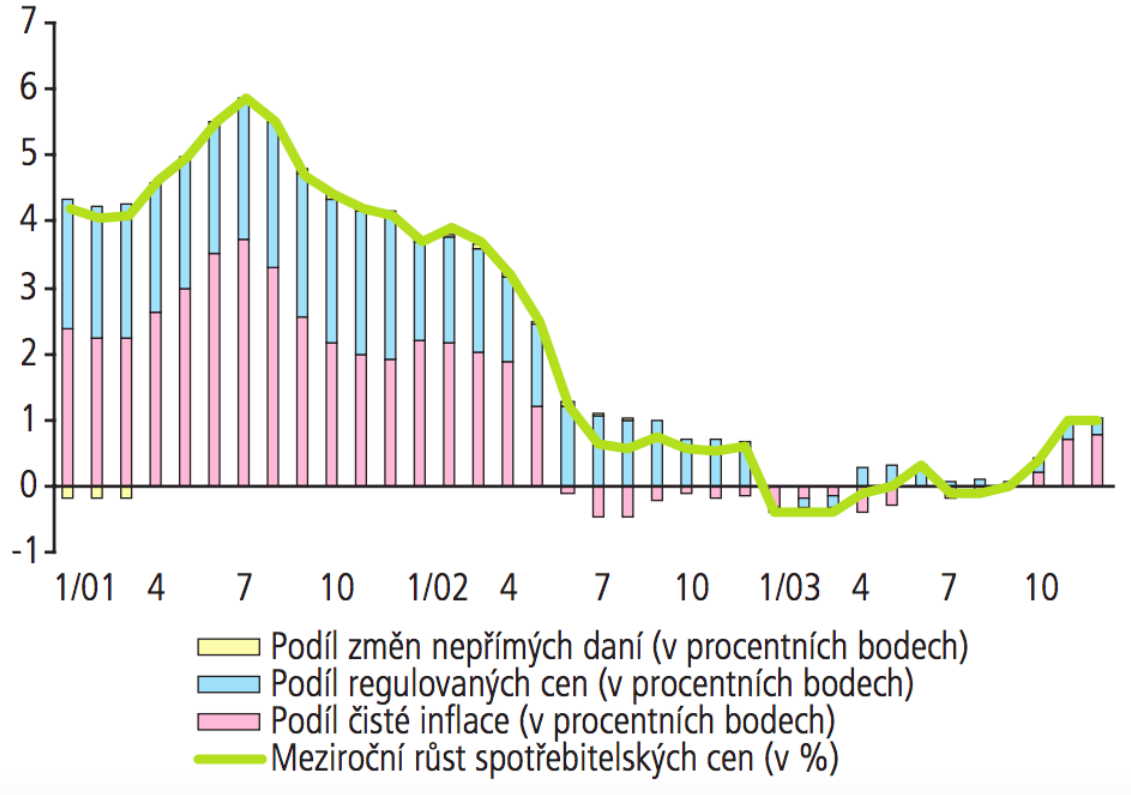
Na udržení nízké inflace se významně také podílely převážně klesající ceny dovozu.

Celkově lze mírný růst spotřebitelských cen přisoudit vývoji čisté inflace a regulovaných cen.

6.6 Rok 2003[191]

V průběhu roku 2003 se míra inflace i růst spotřebitelských cen pohyboval mírně nad nulovou hranicí. Inflace se znatelně odrazila od nulové hranice až ve 4. čtvrtletí, kdy vzrostly spotřebitelské ceny, v říjnu o 0,4 %, v listopadu a prosinci shodně o 1 %. Ve spotřebitelském koši tak ve 4. čtvrtletí konečně začal mírně převažovat počet položek s rostoucími cenami.

Obrázek 27: Vývoj a struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 2001-2003

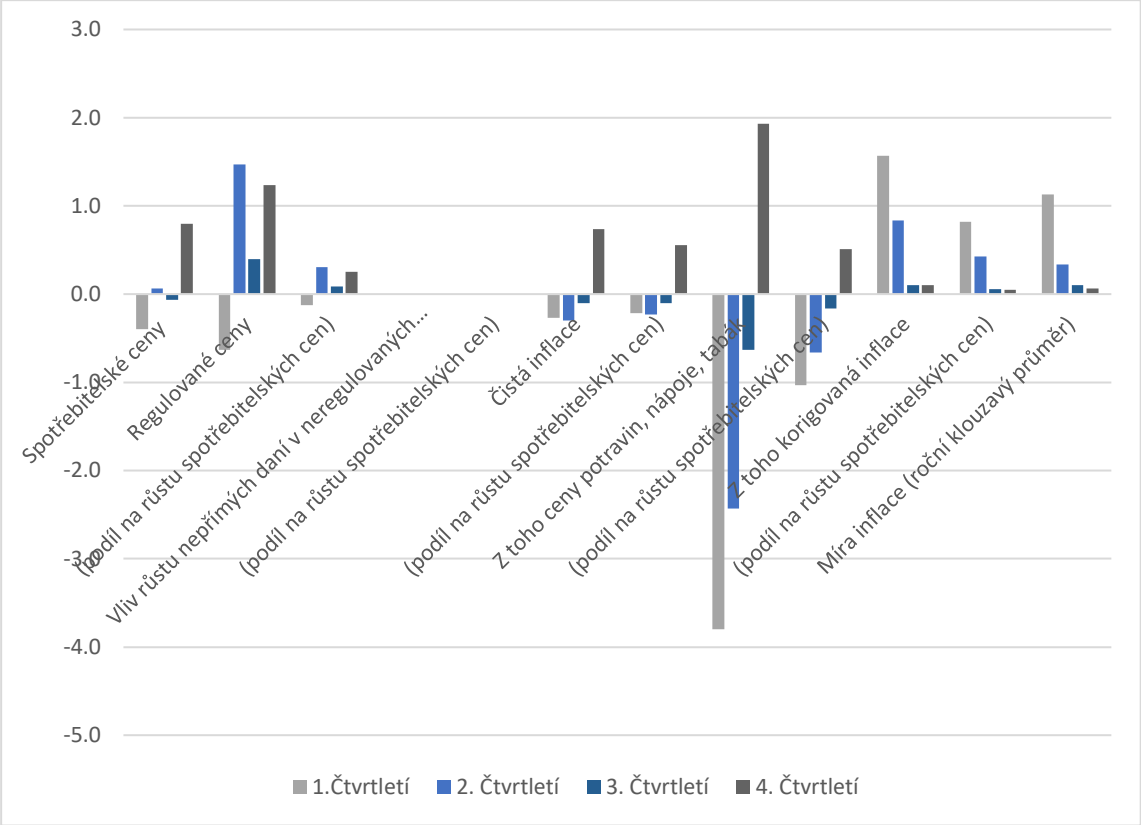


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2004, str. 5*

Co se týká regulovaných cen, ty přispěly ke zrychlení celkové inflace ve srovnání s tržními cenami vskutku nepatrně. Ve skutečnosti byl růst regulovaných cen v roce 2003 nejnižší v celém období transformace.

[191] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2004* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/download/zoi_2004_leden.pdf.

Graf 15: Vývoj inflace v roce 2003 (meziroční změna v %)



Zdroj: ČNB (2005), vlastní zpracování

Ke zrychlení růstu inflace ve 4. čtvrtletí přispělo zejména oživení růstu tržních cen a v jejich rámci především cen potravin, které strmě klesaly již od roku 2001. Tržní ceny nepotravinářských komodit vykazovaly jen mírný meziroční růst.

Cenový růst se oživil v celém produkčním, zpracovatelském a obchodním řetězci zemědělských komodit.

Příčinou výrazného podstřelení inflačního cíle v roce 2003, kdy se inflace dostala hluboko pod stanovený inflační cíl (0,1 %), byla neočekávaně silná apreciace koruny, kterou ČNB nedokázala předvídat, a v důsledku toho na ni zareagovat snížením úrokových sazeb (devizové intervence na oslabení kurzu se ukázaly být v delším období neúčinné).[192]

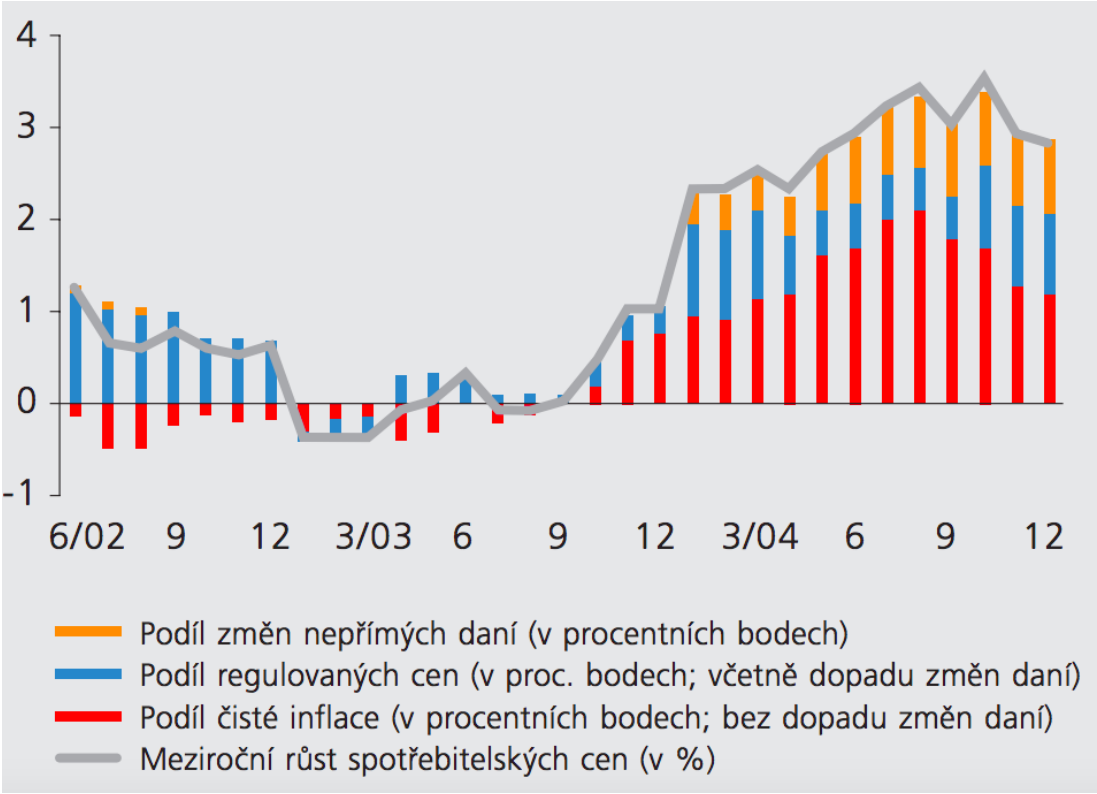
Od července roku 2003 ČNB pracuje s tzv. měnově-politickou inflací, která je očištěná o primární dopady změn nepřímých daní. Úprava nepřímých daní je specifickým type exogenního šoku, na který CB uplatňuje výjimku z plnění inflačního cíle.

[192] SINGER, LOUŽEK (2008)

6.7 Rok 2004[193]

Již začátkem roku 2004 se objevily návrhy na další snižování hodnoty inflačního cíle společně se změnou metodiky. V březnu tohoto roku byl tak ohlášen nový cíl platný od roku 2006, který se lišil od všech ostatních tím, že šlo o bodový cíl. Cíl byl stanoven pro celkovou inflaci.

Obrázek 28: Vývoj a struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 2002-2004

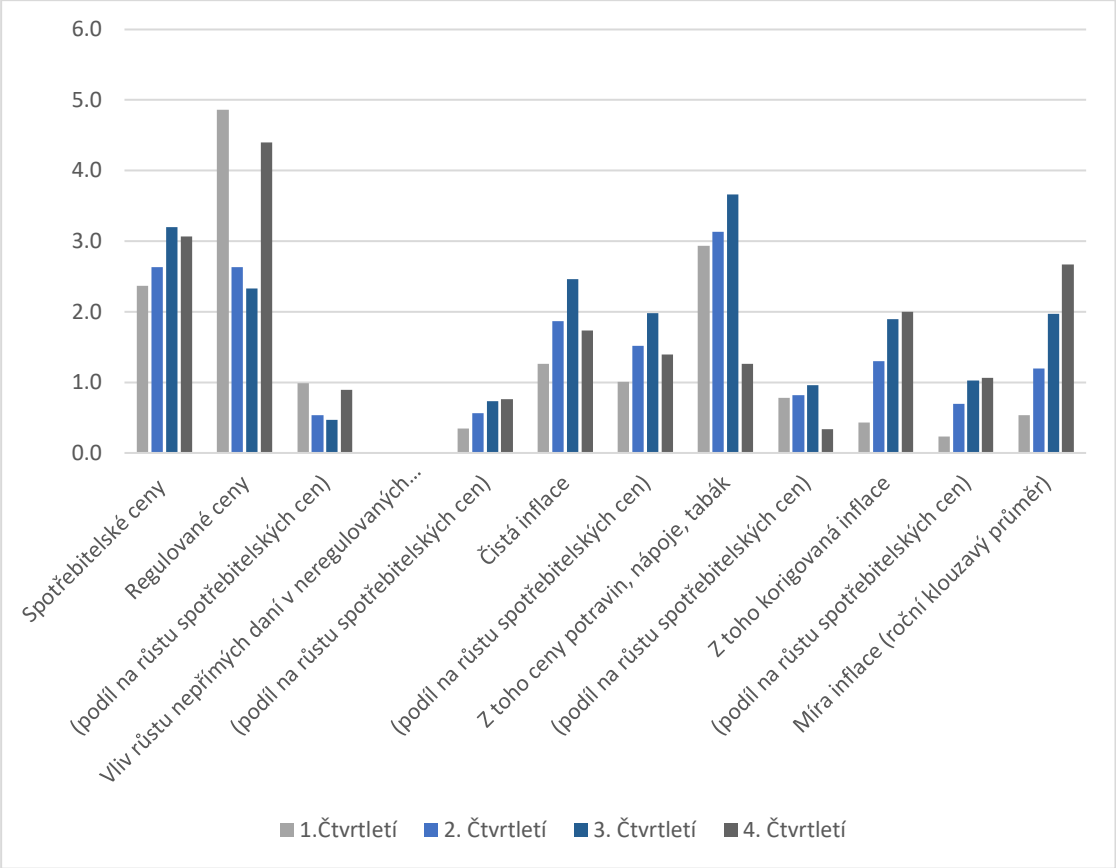


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2005, str. 11*

V roce 2004 se inflace měřená růstem spotřebitelských cen dostala na dolní hranici cílového pásma a v průběhu 3. a 4. čtvrtletí se pohybovala dokonce poblíž středu. Postupný nárůst meziroční inflace, patrný od konce roku 2003, dosáhl svého vrcholu v průběhu 3. čtvrtletí roku 2004 (3,4 %). Od srpna bylo však možné zaznamenat opačný trend, který v prosinci dosáhl hodnoty 2,8 %.

[193] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2005* [online]. [Citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_leden/download/zoi_2005_leden.pdf.

Graf 16: Vývoj inflace v roce 2004 (meziroční změna v %)



Zdroj: ČNB (2005), vlastní zpracování

Zpomalování meziročního růstu spotřebitelských cen ve 4. čtvrtletí bylo způsobeno zejména faktory, které ovlivňovaly cenový vývoj potravin. Ke zmírnění růstu cen potravin přispěl zejména obrat ve vývoji cen zemědělských výrobců. Protisměrně působil vyšší růst regulovaných cen způsobený zvýšením průměrné ceny zemního plynu pro domácnosti (o cca 11 %), což vedlo ke zrychlení cenového růstu ve skupině Bydlení, voda, energie, paliva.

7 Vývoj indexu spotřebitelských cen 2005-2016 a reakce ČNB

Při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle je třeba zpětně analyzovat prognózy a na nich založená rozhodnutí bankovní rady v rozhodném období. Měnová politika za použití měnově-politického nástroje úrokové sazby ovlivňuje plnění inflačního cíle na horizontu 12−18 měsíců. Rozhodným obdobím pro plnění inflačního cíle každého jednotlivého roku je tak období zhruba od dubna do prosince předešlého roku. Analýza přesnosti prognóz v této kapitole se z důvodu srozumitelnosti zaměřuje v letech 2005-2008 na srovnání prognózy sestavené v červenci minulých let s cenovým vývojem celého příslušného roku.[194]

Od roku 2009, kdy bylo poprvé pro zpracování prognózy použit nový jádrový predikční model „g3“, do roku 2013 je z důvodu srozumitelnosti analýza zaměřena pouze na srovnání březnových prognóz s následným cenovým vývojem.[195]

V následujících letech 2014-2016 je při hodnocení vlivu měnové politiky na plnění inflačního cíle analyzováno vždy období od dubna předešlého roku do září zkoumaného (popisovaného) roku, které zohledňuje odlišnou délku transmise úrokových sazeb a měnového kurzu. Měnová politika se totiž v režimu používání devizového kurzu jako svého základního měnově-politického nástroje začíná promítat do inflace s podstatně kratším zpožděním, než je tomu v případě používání úrokových sazeb. Analýza přesnosti prognóz pro zvolené roky se tak v této kapitole z důvodu srozumitelnosti zabývá pouze srovnáním prognóz ze Zpráv o inflaci vztahujících se vždy ke 3. čtvrtletí předešlého roku s následným vývojem.[196]

Jednotlivé prognózy byly podrobeny analýze, avšak nebyly zjištěny natolik podstatné zkušenosti, které by vedly k popření textu příslušných prognóz.[197]

---

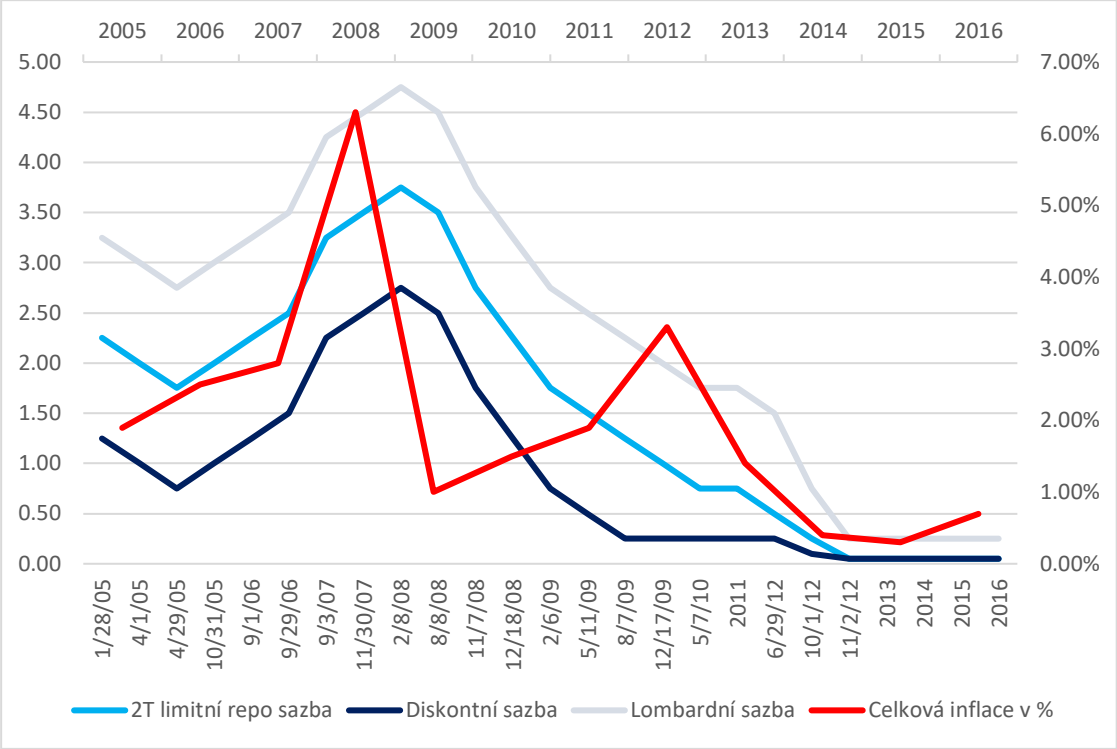
[194] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2006* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/download/zoi_01_2006.pdf.

[195] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2010* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/download/zoi_I_2010.pdf.

[196] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2015* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/download/zoi_I_2015.pdf.

[197] Pro představu vlivu jednotlivých položek spotřebního koše poslouží aktuální váhy a složení spotřebního koše, viz ČSÚ. *Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2017* [online]. [Citace: 17.12.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot_kos2017.pdf/dde29b02-7fd6-4c42-8144-3a9afc27eaa7?version=1.1.

Graf 17: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB a celkové inflace v letech 2005-2016



Zdroj: *ČNB, Měnověpolitické nástroje, vlastní zpracování*

V grafu 17 výše je možné vidět vývoj základních úrokových sazeb, které v období 2005-2013 ČNB používala jako základní měnově-politický nástroj. Je tak možné pozorovat kroky CB v reakci na vývoj celkové inflace.

ČNB v převážné většině let snižovala své sazby. Jejich zvyšování bylo patrné pouze v období od 2. čtvrtletí roku 2005 do počátku roku 2008, kdy se snažila tlumit růst celkové inflace. Od 2.11.2012 dosáhly tyto sazby nulové dolní meze, čímž ztratily schopnost ovlivňovat inflaci směrem nahoru. Od listopadu roku 2013 tak tento základní měnově-politický nástroj nahradil kurzový závazek.

V grafu 17 jsou také zřetelná zpoždění měnové politiky, související s délkou transmise. V rámci používání základních úrokových sazeb jde o období 12-18 měsíců. V případě kurzového závazku jde o polovinu, tedy 6-12 měsíců.

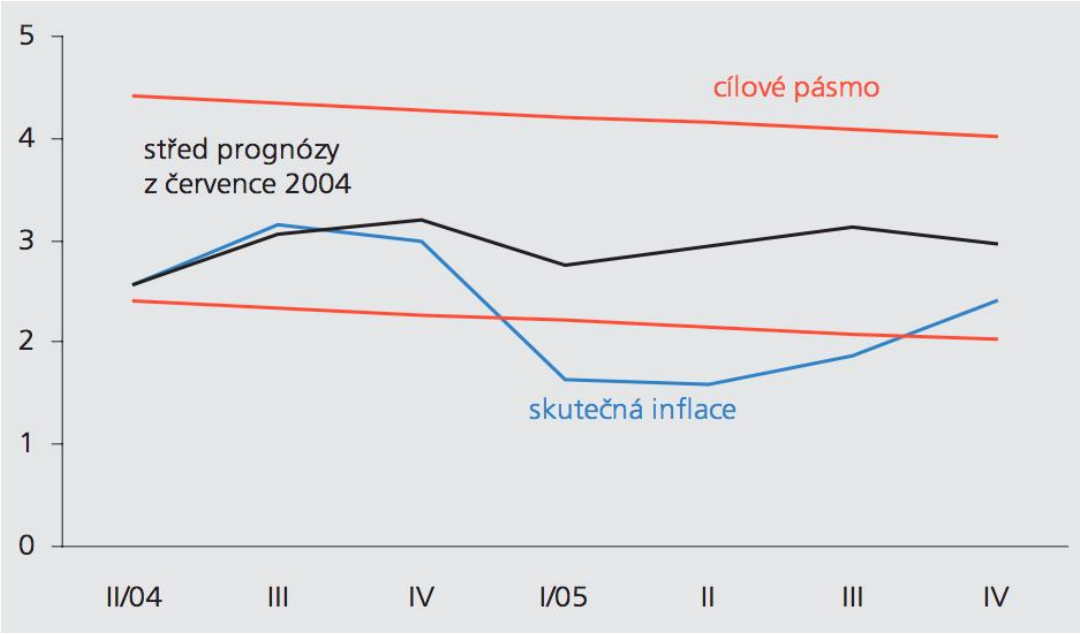
Z důvodu srozumitelnosti je podrobnější analýza kroků CB zpracována u let 2007 a 2008, 2012 a 2013.

7.1 Rok 2005[198]

V roce 2005 měl být splněn jak dlouhodobý cíl v čisté inflaci stanovený na 2 % +/- 1 p. b., který byl ohlášen v dubnu 1999, tak cílové pásmo stanovené v celkové inflaci na 2-4 %, ohlášené v dubnu roku 2001.

Jak je možno vidět na obr. 29 níže, skutečný vývoj inflace se v roce 2005 odchýlil od prognózy z července roku 2004, která předpokládala inflaci zhruba ve středu cílového pásma v celém horizontu prognózy. Ve skutečnosti se celková inflace pohybovala jak pod úrovní prognózy, tak pod dolní hranicí cílového pásma stanoveného v celkové inflaci. Míra celkové inflace pro rok 2005 dosáhla úrovně 1,9 %. V průběhu 1. čtvrtletí se inflace nacházela významně pod úrovní cílového pásma, poblíž hodnoty 1,5 %, až na počátku 2. čtvrtletí se začala inflace přibližovat k dolní hranici cílového pásma, které mírně překročila ve 4. čtvrtletí.

Obrázek 29: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2004 (meziroční změny v %)



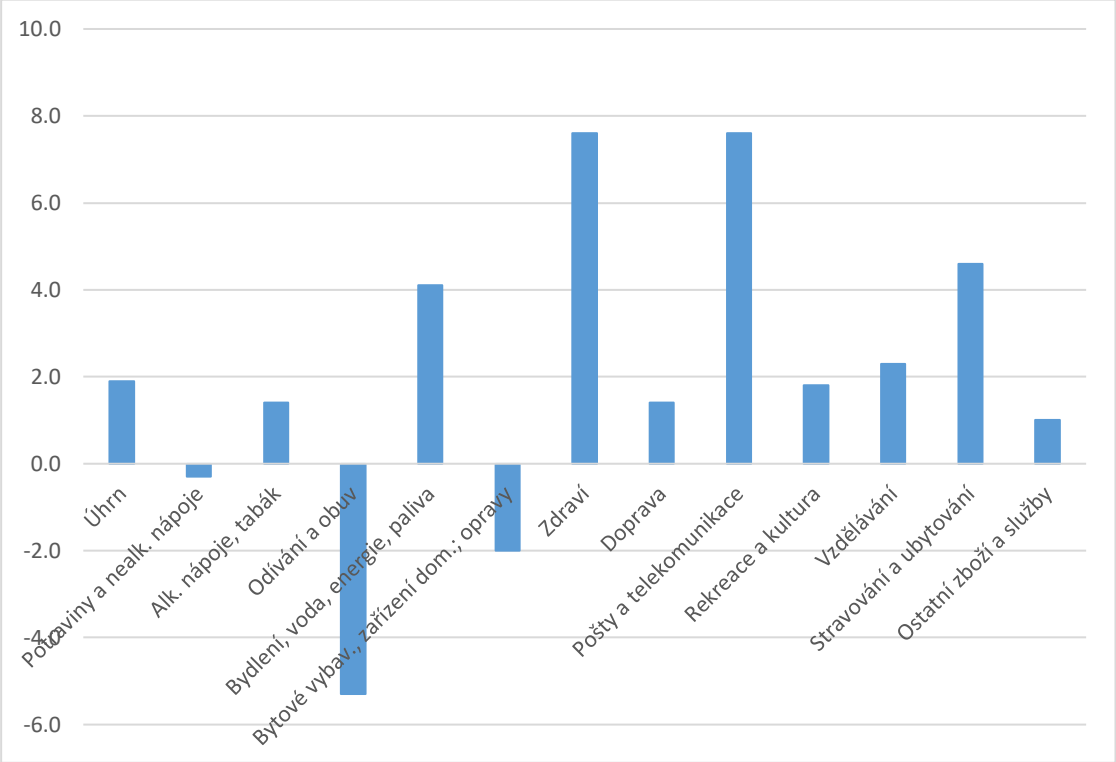
Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2006, str. 12*

Prognóza z července roku 2004 předpokládala uvolněné působení měnové politiky, a to jak v úrokové, tak kurzové složce měnových podmínek. Tento předpoklad

[198] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2006* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/download/zoi_01_2006.pdf.

spolu s očekávaným mírným oživením zahraniční ekonomické aktivity měl vést k urychlení domácího ekonomického růstu a k uzavření mezery výstupu v první polovině roku 2005. Vedle uzavírající se mezery výstupu měly proinflačně působit i úpravy nepřímých daní a regulovaných cen.

Graf 18: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2005 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Ze struktury cenového růstu plyne, že byly oproti prognóze výrazně nižší korigovaná inflace bez PH, úpravy nepřímých daní a růst cen potravin. Na druhé straně působil vyšší růst regulovaných cen a cen PH.

Růst regulované části spotřebního koše byl nejvíce patrný u položek zdraví, pošta a telekomunikace. V oblasti zdravotnictví mělo značný vliv rozhodnutí tehdejší ministryně zdravotnictví Milady Emmerové, jež rozhodla o zavedení lékařských knížek, jejichž tisk a distribuce se promítl do množství peněz odvedených daňovými poplatníky. V neposlední řadě mělo vliv i rozhodnutí o navýšení platů kvalifikované pracovní síly ve zdravotnictví, která jsou financována z veřejného zdravotního pojištění.

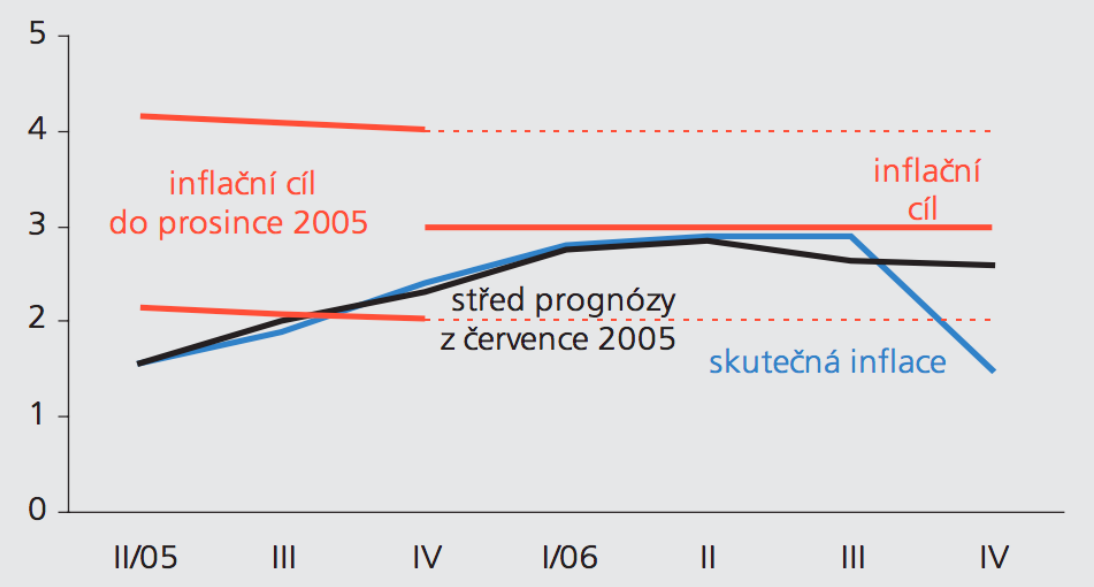
Nižší, než předpokládaný růst spotřebitelských cen byl mimo jiné důsledkem odlišného vývoje faktorů, které jsou částečně, nebo zcela mimo dosah měnové politiky ČNB. Inflaci směrem dolů tlačily nižší zahraniční poptávka a úrokové sazby, nižší ceny zemědělských výrobců, nižší fiskální impulz a oddálení změn nepřímých daní.

Protiinflační působení výše uvedených faktorů bylo z části kompenzováno vyšší cenou ropy, s tím související vyšší zahraniční inflací, a vyšším růstem regulovaných cen, zejména v posledním čtvrtletí roku 2005, viz graf 18 výše.

7.2 Rok 2006[199]

Od roku 2006 byl platný nový inflační bodový cíl, stanovený pro celkovou inflaci, a to na hodnotu 3 %. I zde byla zvolena jistá benevolence ohledně kolísání inflace kolem stanoveného bodového cíle, která byla vyčíslena na +/- 1 p. b.

Obrázek 30: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2005 (meziroční změny v %)



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2007, str. 12*

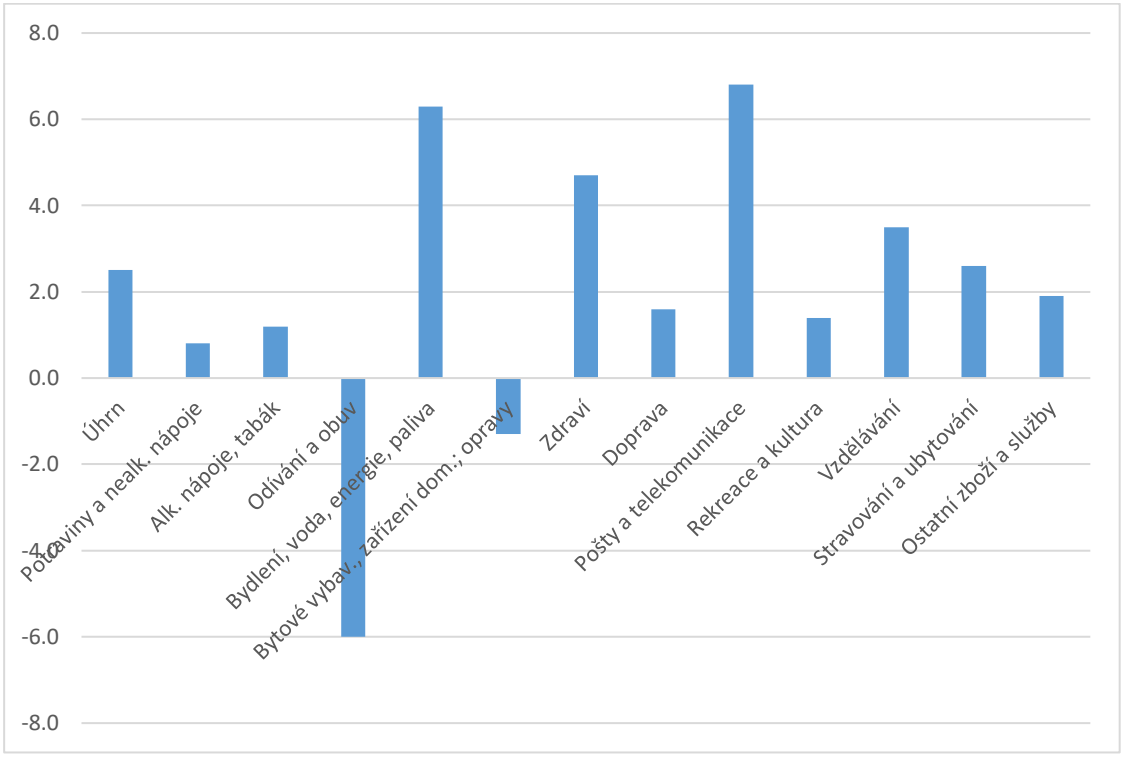
Prognóza z července roku 2005 předpokládala vývoj inflace poblíž hodnoty 3 %, lehce pod, s mírně klesající tendencí od 2. čtvrtletí. Celková meziroční inflace měla dle prognózy začít růst. Hlavními činiteli měl být vývoj regulovaných cen, cen PH a potravin,

[199] ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2007* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/download/zoi_01_2007.pdf.

a také růst samotného inflačního očekávání. V celém svém horizontu se tak měla inflace držet mírně pod stanoveným inflačním cílem.

Celková inflace se v roce 2006 vyvíjela víceméně dle prognózy z července roku 2005, výrazně se odchýlila pouze ve 4. čtvrtletí, kdy klesla pod dolní okraj tolerančního pásma stanoveného inflačního cíle, neboť tempo meziročního růstu spotřebitelských cen výrazně snižovalo již od konce 3. čtvrtletí. Bylo tomu tak také díky vzájemně se kompenzujícím vlivům, které prognóza nepředpokládala. Šlo zejména o neočekávaně silnou apreciaci domácí měny a na druhé straně o vyšší růst regulovaných cen a mírně vyšší inflační tlaky z reálné ekonomiky.

Graf 19: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2006 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

V průběhu roku neočekávaný vývoj faktorů, které jsou zcela, nebo částečně mimo dosah měnové politiky ČNB, působil celkově spíše proinflačně a měl vliv na odlišnou strukturu inflace, než očekávala prognóza. Těmito faktory byly vyšší růst regulovaných cen, který částečně souvisel s vývojem světových cen energetických surovin, vyšší než očekávaná zahraniční ekonomická aktivita, inflace a úrokové sazby. Na protiinflační straně působil zejména nižší dopad zvýšení spotřebních daní na cigarety z června roku 2005 a z dubna roku 2006.

Inflace v říjnu poklesla zhruba na polovinu své zářijové hodnoty a ve zbývajících měsících roku se jen velmi mírně zvyšovala. Důvodem bylo především výrazné zpomalení růstu regulovaných cen a v jejich rámci zejména cen v oddíle Bydlení, voda, energie a paliva. V menší míře k poklesu inflace přispěly i ceny potravin. Regulované ceny se i přes snížení svého příspěvku k celkové inflaci oproti 3. čtvrtletí zhruba na polovinu nadále podílely rozhodující měrou na meziročním růstu spotřebitelských cen. Cenový růst zvolnil ještě v dalších čtyřech skupinách spotřebitelského koše, jejich vliv na celkovou změnu tempa růstu spotřebitelských cen ale nebyl významný. Celkově se na nízké inflaci podílela převážná většina skupin spotřebního koše.

Pro vývoj domácích cen ve 4. čtvrtletí 2006 bylo významné oslabení vnějších nákladových tlaků plynoucích z vývoje cen energetických surovin na světových trzích. Meziroční růst cen ropy zpomalil a výrazně protiinflačně působil i posílený kurz koruny prostřednictvím nižších dovozní cen, který byl jedním z hlavních důvodů, proč se celková inflace v následujícím roce pohybovala pod prognózou z července roku 2006.

7.3 Rok 2007[200]

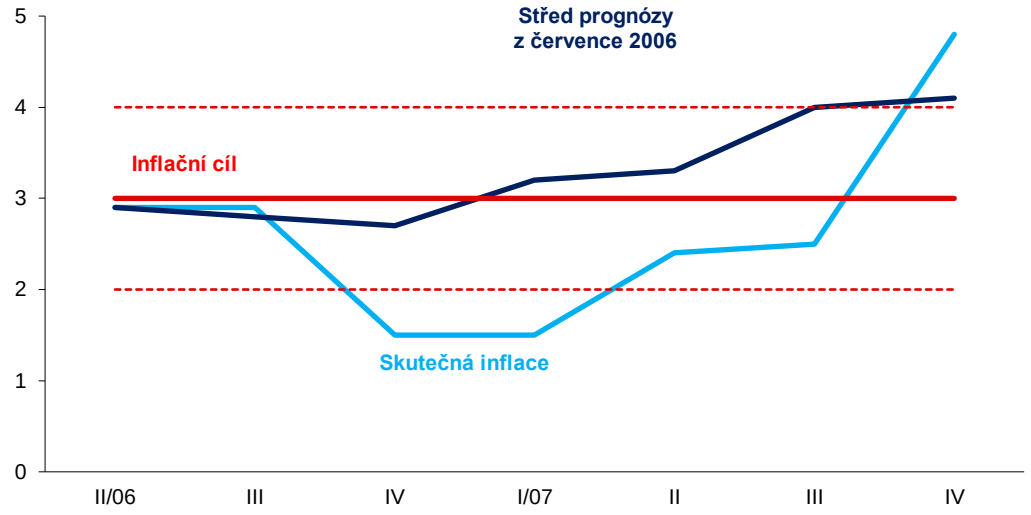
3 % bodový cíl pro celkovou inflaci platný od roku 2006 platil až do konce roku 2009, v roce 2007 a v následujících letech nedošlo tedy k žádným výrazným změnám, týkajících se inflačního cíle.

Nicméně, s postupujícím trendem snižování hodnot inflace, byl stanoven nový inflační bodový cíl s platností od roku 2010. Ten byl stanoven na hodnotu, jaká je dnes pro ČR aktuální, 2 %. Opět byla zvolená jistá benevolence kolísání, která byla ponechána na hodnotě +/- 1 p. b.

Rok 2007 se zapsal do historie zejména jako rok, kdy vypukla v poslední řadě právě v důsledku americké hypoteční krize celosvětová ekonomická krize. Ta sehrála v následujících letech důležitou roli, neboť došlo k propadu reálných ekonomik, což mělo výrazné ekonomické důsledky.

[200] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2008* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_I/download/zoi_I_2008.pdf.

Graf 20: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2006 (meziroční změny v %)

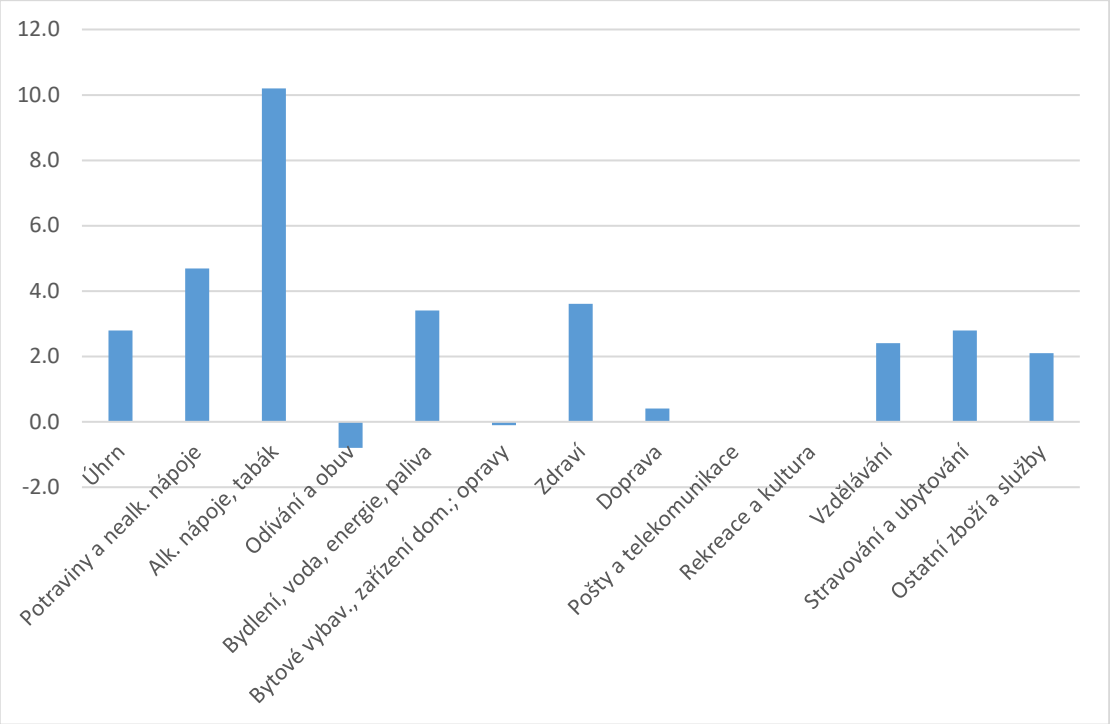


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2008 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Jak je vidět výše na grafu 20, prognóza z července roku 2006 očekávala v převážné části zbytku roku mírný pokles celkové inflace, v roce 2007 pak měla celková inflace pozvolně vystoupat až k hornímu okraji tolerančního pásma. S hlubokým propadem celkové inflace ve 2. polovině roku 2006 však ČNB tehdy vůbec nepočítala, stejně tak jako se skokovým růstem v 2. polovině roku 2007. Celková inflace se tedy až na 4. čtvrtletí, kdy se pohybovala nad prognózou, tak ve skutečnosti pohybovala znatelně pod prognózou, což bylo zejména v důsledku posilnění kurzu koruny ve 4. čtvrtletí roku 2006 a zavedení nového spotřebního koše.

Celková inflace se již od počátku roku 2007 průběžně zvyšovala, díky čemuž se dostala z oblasti pod tolerančním pásmem inflačního cíle nad horní okraj tolerančního pásma. Již od konce 1. čtvrtletí se celková inflace dostala do dolní poloviny tolerančního pásma, kde byla až do počátku 3. čtvrtletí. V průběhu 3. čtvrtletí však celková inflace začala strmě růst, díky čemuž se ve 4. čtvrtletí dostala až nad horní okraj tolerančního pásma inflačního cíle. V průměru ale roční míra celkové inflace dosáhla úrovně 2,8 %, díky čemuž byl splněn inflační cíl stanovený ČNB.

Graf 21: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2007 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Je-li řeč o roce 2007, pak krom 4. čtvrtletí, které bylo ovlivněno zejména vyšším růstem cen potravin, neočekávaně rychlým růstem regulovaných cen, cen pohonných hmot i vyšším příspěvkem změn nepřímých daní, byl předpokládaný trend vývoje inflace správný. Jedinou složkou, která ve skutečnosti rostla pomaleji, byla korigovaná inflace bez PH. Vzhledem k vypuknutí světové krize, vnější prostředí v souhrnu působilo na celkovou inflaci spíše proinflačně.

Na primární dopady nepřímých daní, jejichž vliv je výrazný v tomto roce, je standardně aplikován institut výjimek. Po očištění o tyto vlivy inflace, na kterou měnová politika reaguje, zůstala v horizontu měnové politiky mírně pod bodovým inflačním cílem a i na konci roku 2007 se nacházela blízko 3 %.

7.3.1 Kroky CB

Vzhledem k předpokladům ČNB týkajících se nárůstu inflace na začátku roku 2008 a postupného poklesu počínaje 2. čtvrtletím roku 2008, byl konzistentní mírný nárůst nominálních úrokových sazeb v roce 2007, následovaný poklesem v roce 2008.

Celková rizika prognózy roku 2008 byla bankovní radou hodnocena jako mírně protiinflační, přičemž hlavní proinflační i protiinflační rizika byla poměrně výrazná.

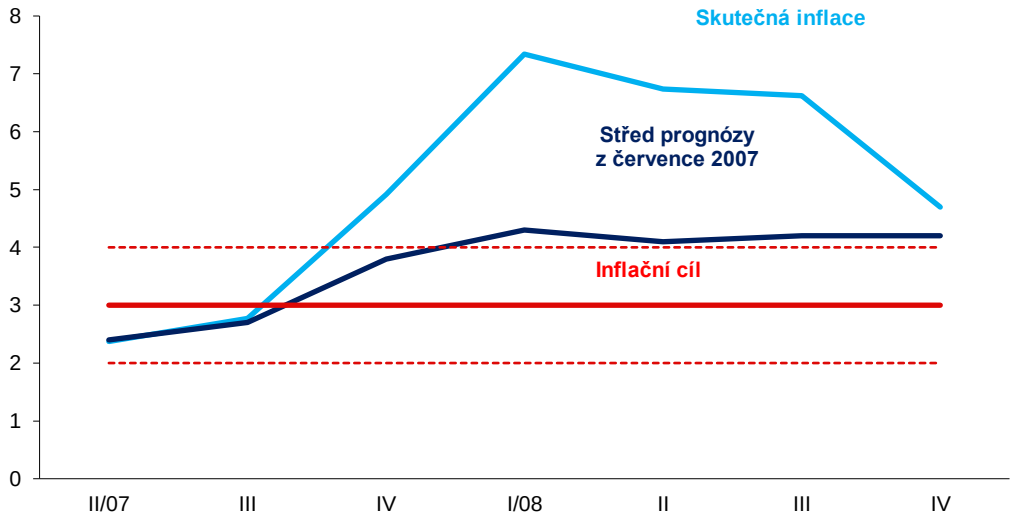
Proinflačně měly působit akcelerující ceny potravin a vyšší výhled cen energií. Naproti tomu protiinflačně měl působit vliv výrazně silnějšího měnového kurzu a výhled poněkud pomalejšího hospodářského růstu v zahraničí.

7.4 Rok 2008[201]

Světová finanční krize, která plně propukla v srpnu 2007 a prohloubila se v září 2008, způsobila zpomalení temp růstu HDP ve všech rozvinutých ekonomikách. Výhled na 4. čtvrtletí roku 2008 i celý rok 2009 byl proto velmi nepříznivý.

Jak je vidět na grafu 22 níže, prognóza z července roku 2007 očekávala v roce 2007 pozvolný růst inflace nad horní okraj tolerančního pásma inflačního cíle, kde se měla inflace držet v průběhu celého roku 2008. Prognóza předpokládala nárůst všech složek inflace. Dle prognózy měla proinflačně působící reálná domácí ekonomika a příspěvek administrativních vlivů do inflace vyvrcholit v 1. čtvrtletí roku 2008, přičemž nárůst inflačního očekávání v důsledku zpožděných dopadů těchto faktorů měl přispět k udržení inflace na vyšších hodnotách po celý rok 2008.

Graf 22: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2007 (meziroční změny v %)

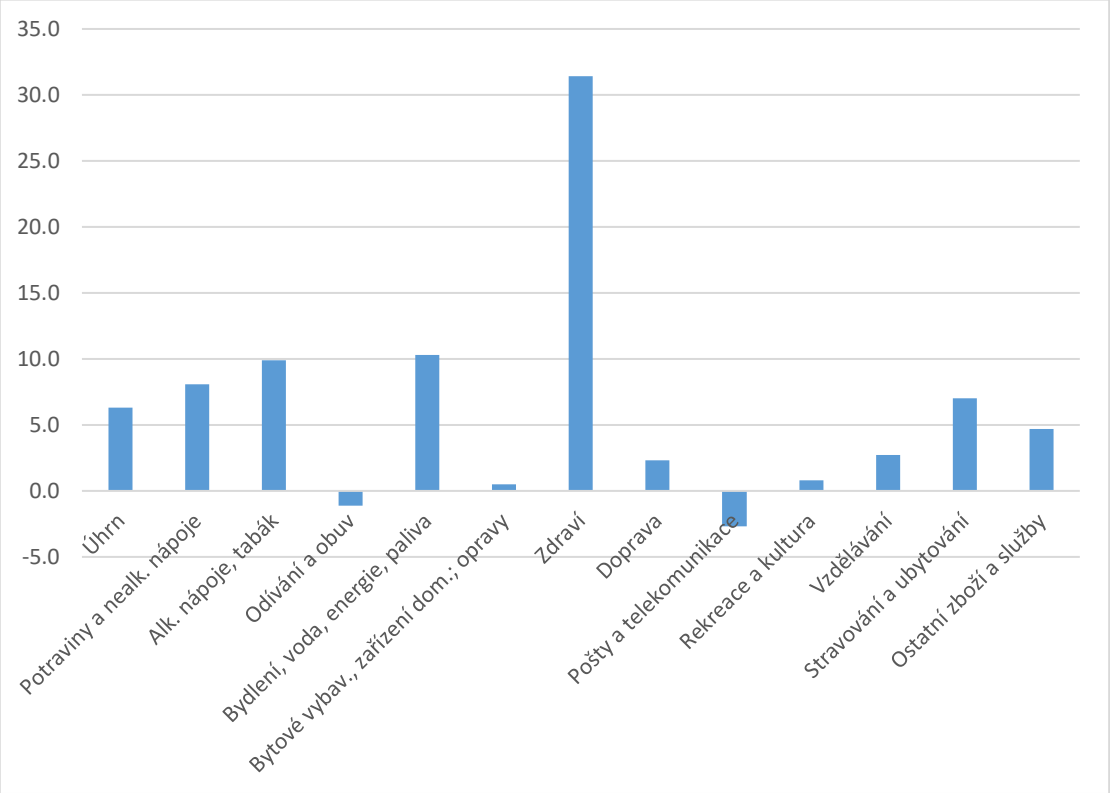


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2009 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

[201] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2009* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/download/zoi_I_2009.pdf.

Skutečná hodnota celkové inflace se však v průběhu celého roku pohybovala výrazně nad horním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle ČNB. Od 3. čtvrtletí však začala postupně klesat, a ve 4. čtvrtletí se tak přiblížila téměř až k němu. Prosinec byl jediným měsícem celého roku, kdy byl splněn inflační cíl, neboť celková inflace dosáhla úrovně 3,6 %, což byl významný pokles směrem dolů, bere-li se v úvahu inflace na počátku roku, která dosahovala úrovně až 7,5 % (leden, únor).

Graf 23: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2008 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Vývoj na počátku roku 2008 byl ještě z části ovlivněn vysokým růstem energetických surovin a potravin, a realizací některých reformních opatření. V průběhu roku byla pak inflace ovlivněna zejména vyšším růstem regulovaných cen a vyšších dopadů změn nepřímých daní. Taktéž zde bylo možné spatřit vliv vnějšího prostředí, kde panovala vyšší než očekávána inflace i cena ropy.

Jak je vidět na grafu 23 výše, růst spatřený v regulované části spotřebního koše byl zejména důsledkem zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví s platností od

1.1.2008.[202] Vliv nepřímých daní byl pak v tomto roce nejvyšší ze všech let sledovaného období. Důvodem bylo zavedení reformy českých veřejných financí, která se ve větší či menší míře dotkla prakticky všech daňových zákonů, a tedy i nepřímých daní. Došlo jak ke zvýšení spotřební daně, tak daně z přidané hodnoty (DPH).

Od 2. čtvrtletí však bylo možné zaznamenat výrazný pokles inflace, což bylo zejména v důsledku poměrně značných protiinflačních odchylek ostatních složek inflace, stejně jako v průměru slabšího kurzu dolaru vůči euru a prudkého poklesu zahraniční poptávky.

7.4.1 Kroky CB

Na svém únorovém zasedání bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná. Proinflačně dle bankovní rady mohlo působit další oslabování kurzu koruny, protiinflačně naopak hlubší a déletrvající propad ekonomické aktivity v zahraničí.

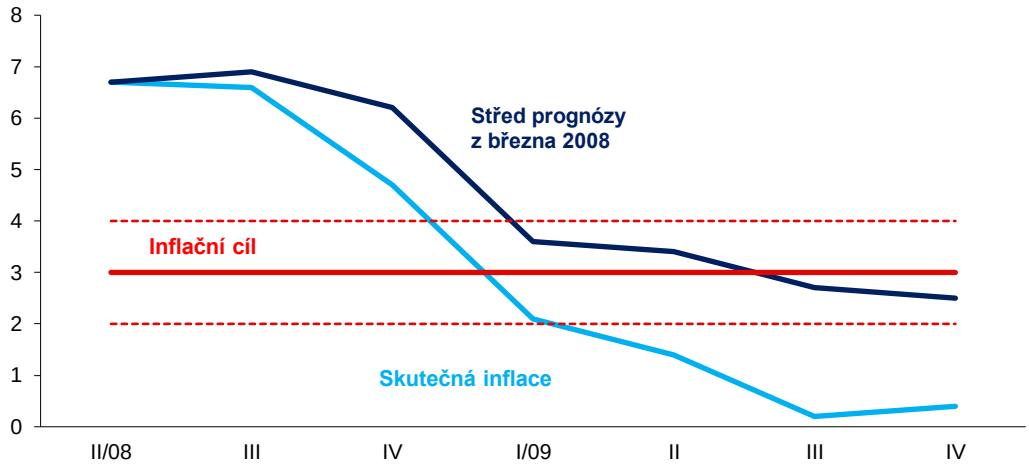
Bankovní rada proto v průběhu celého roku 2008 snižovala své základní úrokové sazby, celkem 4x. Ke konci roku 2008 (od 18.12.) tak lombardní sazba dosahovala hodnoty 3,25 %, 2T repo sazba 2,25 % a diskontní sazba 1,25 %

[202] *„Od 1. 1. 2008 tak začali lidé platit poplatek za návštěvu lékaře (30 Kč), za den pobytu v nemocnici či jiném léčebném zařízení (60 Kč), za návštěvu pohotovosti (90 Kč) a za položku na receptu (30 Kč).“* Viz CEVRO. *Poplatky ve zdravotnictví* [online]. 18.3.2014, str. 1 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: http://www.cevro.cz/web_files/soubory/ctrnacni-deniky/2014/14denik_06_2014.pdf.

7.5 Rok 2009[203]

Celková inflace v roce 2009 navázala na klesající trend z roku 2008, ve kterém vytrvala až do počátku 3. čtvrtletí, kdy začala mírně růst. Jak je možno vidět na grafu 24 níže, celková inflace se v průběhu celého roku nacházela pod dolním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle ČNB.

Graf 24: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2008 (meziroční změny v %)



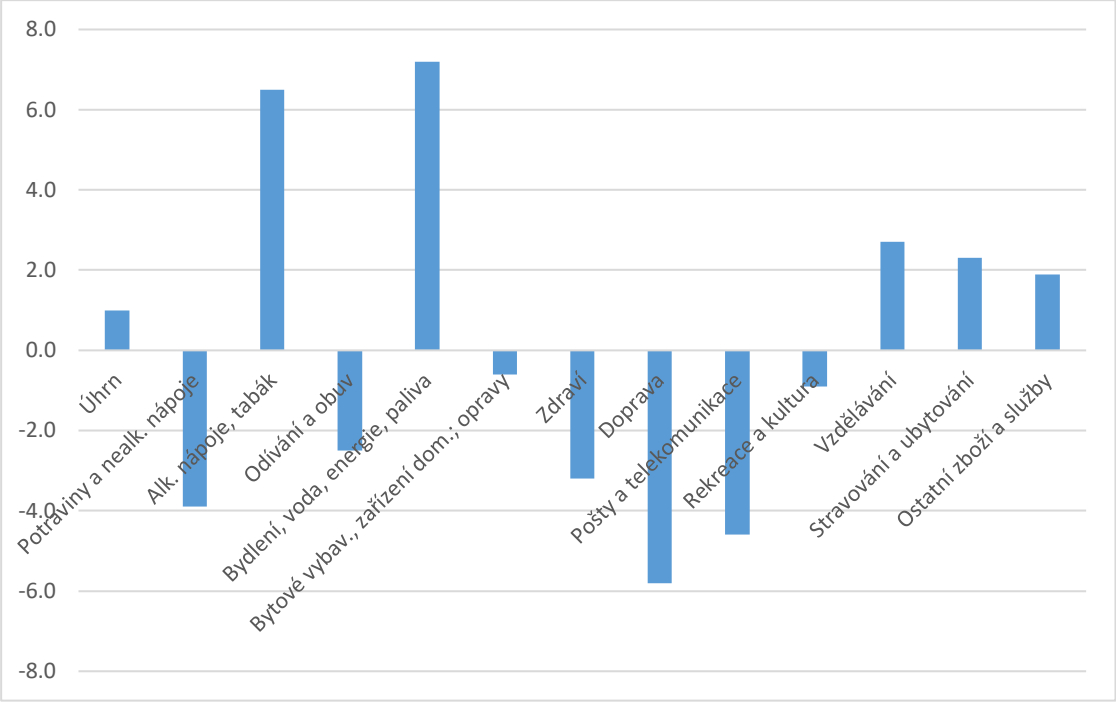
Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2010 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Prognóza z března roku 2008 však očekávala poněkud jiný vývoj. Dle prognózy se inflace během roku 2009 měla držet stanoveného inflačního cíle. V první polovině roku se měla inflace pohybovat v horní části tolerančního pásma, zatímco ve druhé polovině v části dolní. Jak je vidět na grafu 24 výše, pokles inflace byl očekáván znatelně menší, než ve skutečnosti byl.

K vysoké úrovni inflace mělo přispívat jak zvýšení snížené sazby DPH od 1.1.2008, harmonizace spotřebních a ekologických daní s pravidly EU, tak regulované ceny a ceny pohonných hmot. Předpokládaný pokles inflace vycházel z odeznění jednorázových inflačních vlivů z přelomu let 2007/2008, zhodnocení domácí měny a postupného poklesu proinflačních tlaků z domácí ekonomiky.

[203] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2010* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/download/zoi_I_2010.pdf.

Graf 25: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2009 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Celková inflace se tedy ve skutečnosti během celého roku 2009 pohybovala znatelně níže, než udávala prognóza s tím, že se odchylka postupně zvyšovala. Zde je nutné poznamenat, že k této odchylce přispěly všechny složky inflace.

Jak je vidět na grafu 25 výše, nejvíce přispěly ceny potravin a pohonných hmot, které odrážely situaci ve světě, tedy výrazné snižování světových cen komodit. Špatně byla předpokládána i rychlost růstu regulovaných cen, které ve skutečnosti rostly pomaleji. Šlo např. o regulované nájemné a ceny energií pro domácnosti.

Za špatnými předpoklady stála i světová finanční a hospodářská krize, která se významně podílela na odlišném vývoji inflace. Vzhledem k tomu, že ke konci roku 2008 došlo k propadu jak zahraniční poptávky, tak inflace, úrokových sazeb a cen ropy, byly protiinflační tlaky znatelně silnější, než mohla prognóza z března roku 2008 předpokládat.

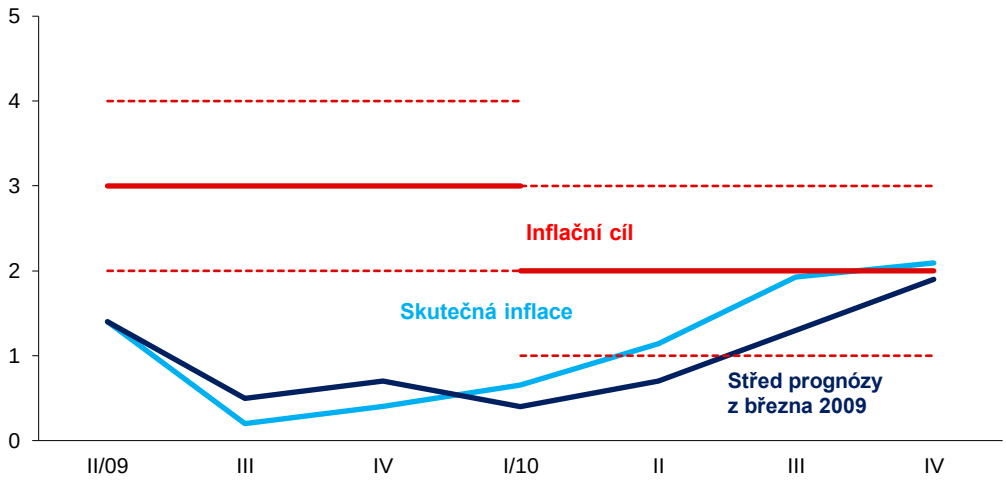
7.6 Rok 2010[204]

V roce 2010 dochází k nastavení nového bodového 2% inflačního cíle pro celkovou inflaci s tolerančním pásmem +/- 1 p. b., který byl a je prozatím platný pro všechny následující roky.

V současnosti je možné konstatovat, že byla dána stopka trendu klesajících inflačních cílů, a tedy byla dosažena min. hranice inflace, ke které ČNB chce cílit, neboť v rámci inflačního cílování ČR je posledních 7 let nejdelším obdobím, které je bez jakékoliv změny inflačního cíle.

Celková inflace se již v průběhu 1. čtvrtletí dostala do dolní části tolerančního pásma a od 2. poloviny roku se nacházela zhruba na úrovni inflačního cíle ČNB. Celková průměrná míra inflace tak dosáhla v roce 2010 1,5 %.

Graf 26: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2009 (meziroční změny v %)



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2011 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

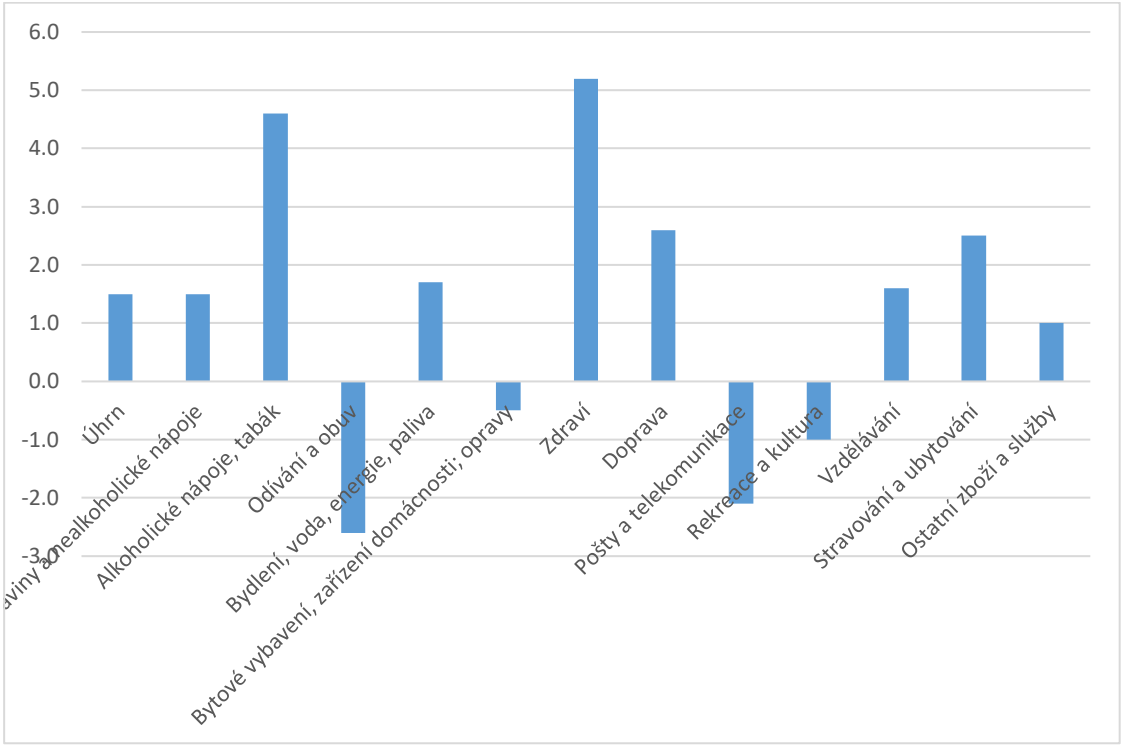
Dle prognózy z března roku 2009 bylo očekáván na počátku 4. čtvrtletí pokles celkové inflace, který se tak promítnul do celkově nižších očekávání s ohledem na růst inflace v průběhu roku 2010. Inflace se tak dle předpokladů měla pohybovat na nízkých, avšak stále kladných hodnotách. Přechod do dolní části tolerančního pásma byl ale očekáván později, zhruba ke konci 2. čtvrtletí. K pozvolnému růstu inflace k novému 2%

[204] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2011* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/download/zoi_I_2011.pdf.

inflačnímu cíli mělo přispět očekávané mírné oživení ekonomické aktivity a postupný obnovený růst téměř všech složek inflace.

Hodnota celkové inflace se v průběhu celého roku 2010 pohybovala nad prognózou, přičemž u jednotlivých složek inflace byly patrné odchylky v obou směrech.

Graf 27: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2010 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Jak je možno vidět na grafu 27 výše, proinflačně působily zejména vyšší ceny ropy, které se promítly do vyšších cen v oddělení Bydlení, voda, energie, paliva, a změna nepřímých daní platné od 1.1.2010. Vzhledem k tomu, že o změně nepřímých daní bylo rozhodnuto až ve 2. polovině roku 2009, nebrala je prognóza z března roku 2009 v úvahu. Na druhé straně působily protiinflační tlaky, kde významnou roli sehrála korigovaná inflace bez PH, u níž se projevily nižší než očekávané domácí inflační tlaky a přetrvávající pokles cen dovážených komodit.

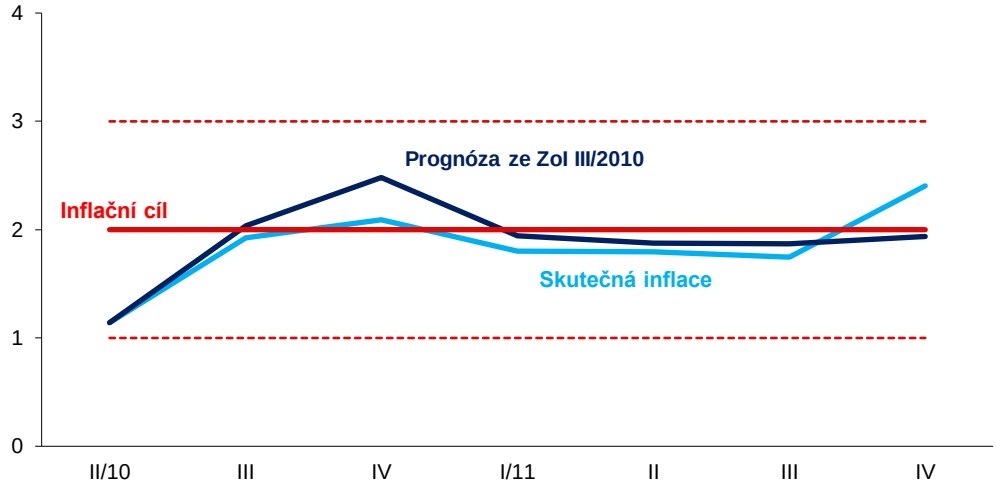
V roce 2010 se na vývoji domácí celkové inflace taktéž významně podílely vnější ekonomické faktory, které se vůči očekáváním prognózy vyvíjely zcela odlišně. Ve skutečnosti došlo k rychlejšímu než původně očekávanému růstu zahraniční poptávky, která tak v důsledku vedla k rychlejšímu růstu domácího HDP. Vývoj zahraničních úrokových sazeb však nabral zcela odlišné tendence a na celém horizontu prognózy se pohyboval na nižších úrovních. Snížení měnově-politických sazeb a nárůst inflace vedly v roce 2010 k uvolněnějším měnově-politickým podmínkám. Měnový kurz se zejména ve 2. polovině roku pohyboval na silnějších než prognózou předpokládaných úrovních.

7.7 Rok 2011[205]

Jak je vidět na grafu 28 níže, prognóza z března roku 2010 očekávala, že celková inflace bude v průběhu celého roku 2010 strmě narůstat z původních relativně nízkých hodnot na začátku roku, které byly zejména důsledkem utlumené reálné ekonomické aktivity, díky čemuž nebyly patrné ani sebemenší inflační tlaky jak z domácí ekonomiky, tak v oblasti dovozních cen. Již v polovině roku 2010 měl být dle prognózy krátkodobě překročen 2% inflační cíl. O krátkodobosti se hovořilo zejména z důvodu vlivu nepřímých daní, bez jejich vlivu by se inflace pohybovala pod stanoveným inflačním cílem. V roce 2011 je vidět plánovaný odeznívající vliv nepřímých daní, který předpovídal zpomalení celkové inflace a její pohyb poblíž inflačního cíle, kterému měl pomoci i mírný růst ekonomické aktivity v souhře s uvolněnou měnovou politikou.

[205] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2012* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/download/zoi_I_2012.pdf.

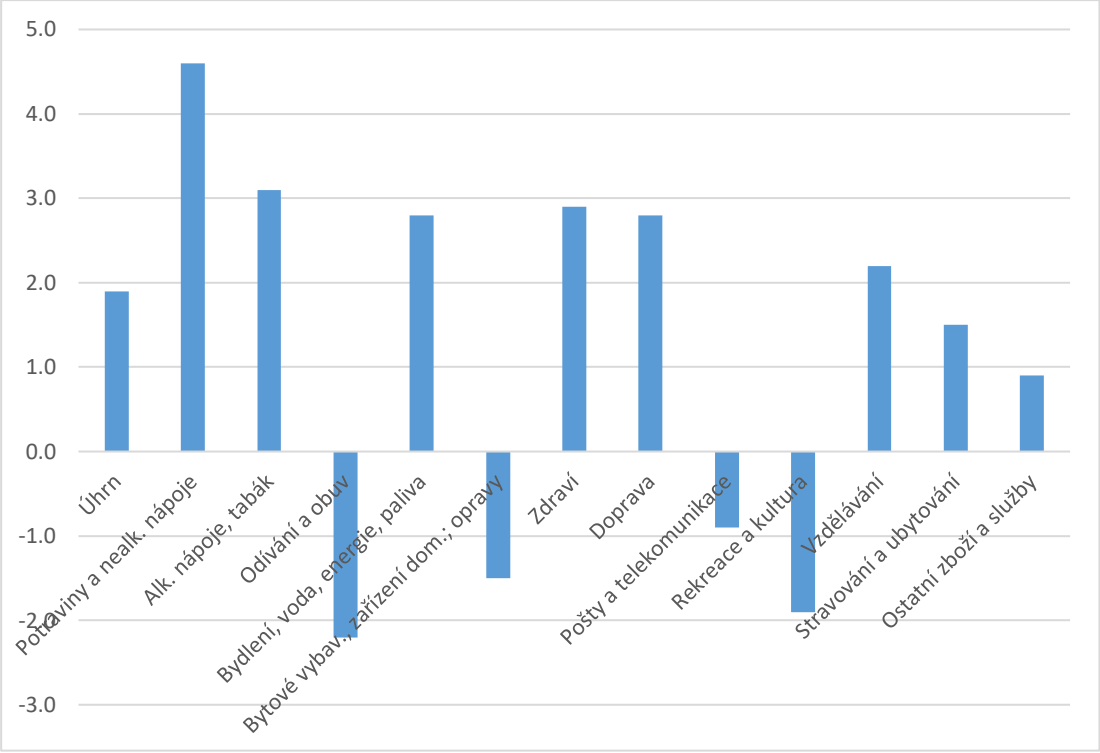
Graf 28: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2010 (meziroční změny v %)



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2012 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Jak je možno pozorovat na grafu 28 výše, celková inflace se v první polovině roku pohybovala poblíž hodnot předpokládaných prognózou z března roku 2010, až v průběhu 3. a zejména pak 4. čtvrtletí se odchýlila mírně nad prognózu, a tedy i nad stanovený inflační cíl, stále se však držela v horní části tolerančního pásma.

Graf 29: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2011 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Jak je vidět na grafu 29 výše, u jednotlivých skupin spotřebního koše byly značné odchylky v obou směrech. Protiinflačně působily zejména korigovaná inflace bez PH, která stále dosahovala záporných hodnot. Tato záporná hodnota byla kompenzována jak vyššími cenami potravin a regulovanými cenami, tak vyššími cenami pohonných hmot. Je-li řeč o vyšších cenách potravin, zde hrálo důležitou roli jednak zvýšení cen zemědělských výrobců, jednak promítnutí změny DPH od ledna 2012 do cen potravin již v závěru roku 2011. V rámci regulovaných cen je řeč o vyšších cenách energií a regulovaného nájemného, u pohonných hmot šlo pak zejména o vyšší světové ceny ropy a slabší kurz v závěru roku.

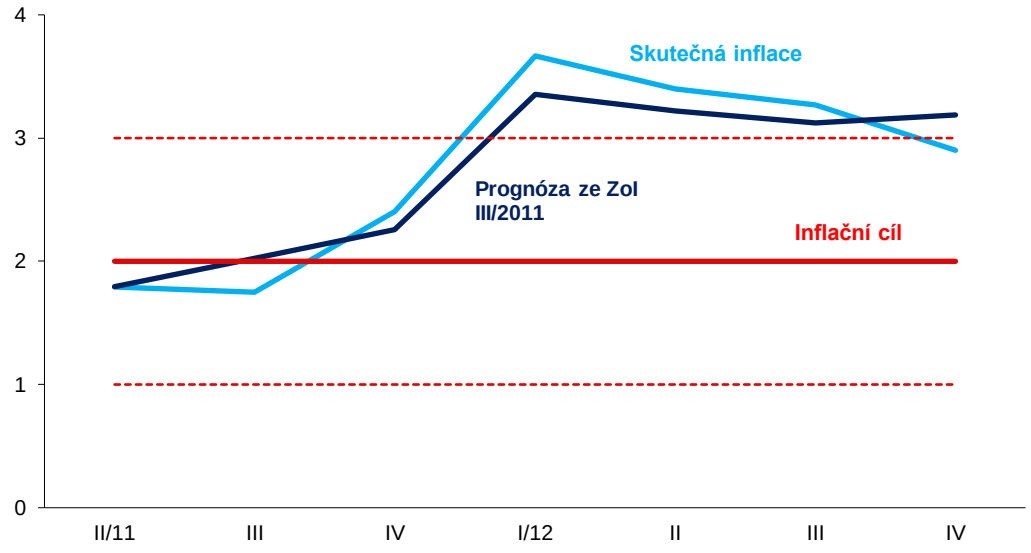
Na vývoj domácí inflace měly značný vliv i vnější ekonomické faktory, které vcelku působily spíše směrem k vyšší domácí inflaci. Došlo k nepředpokládanému výraznějšímu oživení jak zahraničí, tak v důsledku i domácí ekonomické aktivity. Skokový růst cen ve 4. čtvrtletí (viz graf 29 výše), jak už bylo řečeno, byl zejména v důsledku vyšších než předpokládaných cen ropy a následně i výrobních zahraničních cen. Co se týká úrokových sazeb, tak ty se zpočátku vyvíjely dle předpokladů, až ke konci roku byly mírně vyšší.

U domácích úrokových sazeb a měnového kurzu bylo možné ve své podstatě vidět stejný vývoj, jako u celkové inflace. Celkově se tyto veličiny vyvíjeli víceméně dle prognózy až na 3. a 4. čtvrtletí, kdy došlo k jejich mírnému nárůstu. Vcelku byl tak měnový kurz oproti prognóze silnější, zejména v důsledku zlepšující se vývozní výkonnosti a pozitivnímu výhledu ratingu ČR. Důležité je však zmínit, že v závěru roku došlo k oslabení domácí měny v reakci na prohloubení dluhové krize v eurozóně.

7.8 Rok 2012[206]

Jak lze pozorovat v grafu 30 níže, prognóza z března roku 2011 očekávala, že se celková inflace bude pohybovat kolem 3 %, zejména pak v důsledku zvýšení sazby DPH, ke kterému došlo v roce 2012. Dále k tomuto vývoji měly přispět jak vývoj regulovaných cen, tak postupně sílící tlaky z domácí ekonomiky, které se objevovaly zejména v reakci na zrychlování mzdového růstu. Tyto proinflační tlaky však měly být na druhé straně vyváženy postupným posilováním domácí měny a odezněním inflačního talku cen komodit. Březnová prognóza také předpokládala nejen zvolnění růstu cen potravin, ale v delším horizontu také cen pohonných hmot.

Graf 30: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2011 (meziroční změny v %)

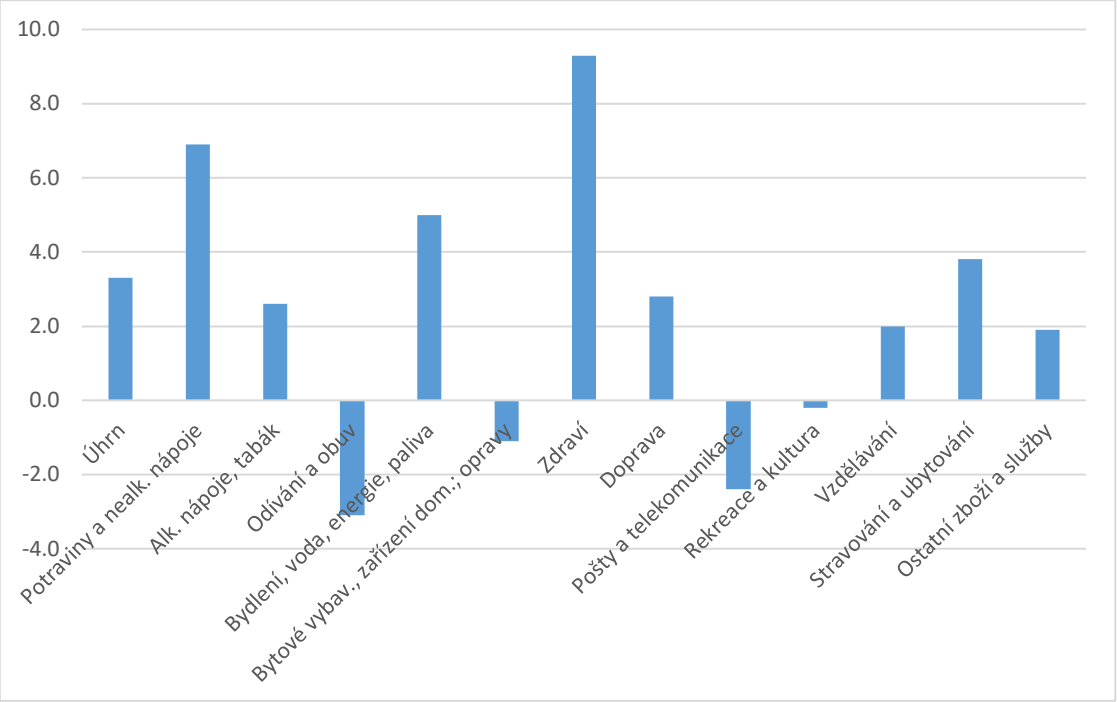


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2013 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Z grafu 30 výše lze vyčíst, že celková inflace až na 4. čtvrtletí téměř odpovídala březnové prognóze z roku 2011.

[206] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2013* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/download/zoi_I_2013.pdf.

Graf 31: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2012 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Odchylka směrem dolu ve 4. čtvrtletí byla však téměř nepatrná ve výši o 0,3 p. b., způsobená zejména nižší než předpokládanou korigovanou inflací bez PH, která stále setrvávala v záporných hodnotách v důsledku protiinflačních domácích tlaků. Proinflačně však působil vyšší růst regulovaných cen, zejména pak cen zemního plynu a regulovaného nájemného. Nepatrně vyšší než očekávaný byl také růst cen potravin a pohonných hmot.

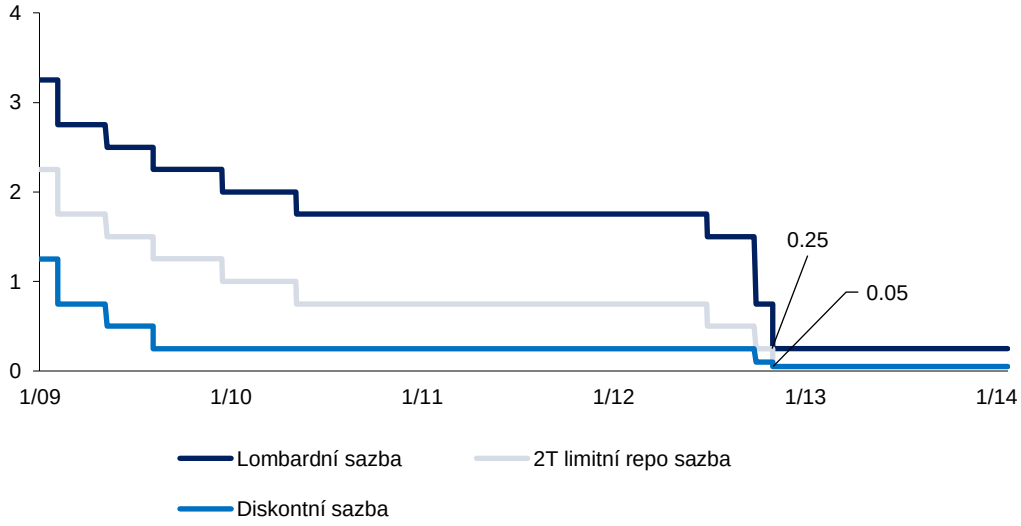
Na vývoji celkové inflace se oproti očekávání podílely také významně vnější ekonomické faktory, které ale vcelku působily zhruba neutrálně. Neočekávaně však došlo k výraznějšímu útlumu zahraniční ekonomické aktivity. Zahraniční výrobní ceny v průběhu téměř celého období rostly sice rychleji, než se předpokládalo, ale dynamika růstu postupně klesala, až se dostala ke konci roku pod březnovou prognózu. Zahraniční úrokové sazby, ve snaze reagovat na tento zhoršený ekonomický výhled, se tak nacházely významně pod očekávánou úrovní ČNB.

Jak domácí úrokové sazby, tak měnový kurz byly odlišné od březnových předpokladů. Úrokové sazby totiž začaly neočekávaně od druhé poloviny roku klesat, čímž se odchýlili od prognózy, která předpokládala jejich růst. Vzhledem k již zmíněnému oslabení kurzu koruny na konci roku 2011, měnový kurz spočíval na slabších hodnotách i v průběhu roku 2012.

7.8.1 Kroky CB

Měnově-politické rozhodování bankovní rady ČNB ve 4. čtvrtletí 2012 vycházelo z makroekonomické prognózy zveřejněné v minulé Zprávě o inflaci 04/2012. S touto prognózou a jejími předpoklady byl konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014. Rizika minulé prognózy byla na listopadovém zasedání bankovní rady posouzena jako celkově vyrovnaná. V důsledku prozatím nejdelší recese v historii ČR[207] se *„bankovní rada v souladu s prognózou rozhodla většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,20 procentního bodu, diskontní sazbu o 0,05 procentního bodu a lombardní sazbu o 0,50 procentního bodu. S účinností od 2. listopadu 2012 je tak limitní úroková sazba pro dvoutýdenní repo operace i diskontní sazba nastavena na úrovni 0,05 %, a lombardní sazba na 0,25 %. Bankovní rada současně rozhodla o přerušení programu prodeje části výnosů z investování devizových rezerv, neboť nešel vyloučit možný rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy jsou měnově-politické úrokové sazby na tzv. technické nule.“*[208]

Graf 32: Vývoj základních sazeb ČNB v letech 2009-2014



Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2014 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

[207] Po první fázi recese v roce 2009 a následném velmi mírném oživení (respektive stagnaci) v letech 2010 a2011 upadla česká ekonomika ve 2. čtvrtletí roku 2012 do nové recese. Viz KOLEKTIV IVK (2017).

[208] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2013* [online]. [Citace: 22.11.2017], str. 47. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/download/zoi_I_2013.pdf.

Hrozbu nulové dolní hranice základních úrokových sazeb si již tehdy uvědomovali 2 tehdejší členové bankovní rady, Eva Zamrazilová a Pavel Řežábek, jež hlasovali proti tomuto dalšímu uvolnění měnové politiky, a tedy vyčerpání základního (konvenčního) nástroje měnové politiky.[209]

Pavel Řežábek téhož roku upozorňoval na nesoulad fiskální a měnové politiky a postupné snižování základních úrokových sazeb ČNB v průběhu roku 2012 komentoval slovy, že opatření vlády ke konsolidaci veřejných financí z části negují snahu České národní banky o uvolnění měnových podmínek, když růst daní brzdí domácí poptávku, což napomáhá k prohloubení cyklického útlumu ekonomiky.[210] Jak sám Pavel Řežábek řekl: *„Preferoval bych, aby nejprve došlo k větší souhře působení měnové a fiskální politiky. Momentálně se obě politiky – fiskální i měnová – chovají rozdílně k ekonomickému cyklu… Bylo by vhodné, aby i fiskální politika napomohla obnově reálné konvergence.“*[211] Jak je možno vidět, lze zde diskutovat i samotnou otázku snížení základních úrokových sazeb na technickou nulu, čímž si ČNB odebrala základní nástroj, kterým ovlivňovala inflační očekávání v české ekonomice.

[209] KOLEKTIV IVK (2017)

[210] MLČOCHOVÁ. *Řežábek: Fiskální politika zčásti neguje snahu centrální banky* [online]. 24.10.2012 [citace: 20.7.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_121024_rezabek_reuters.html.

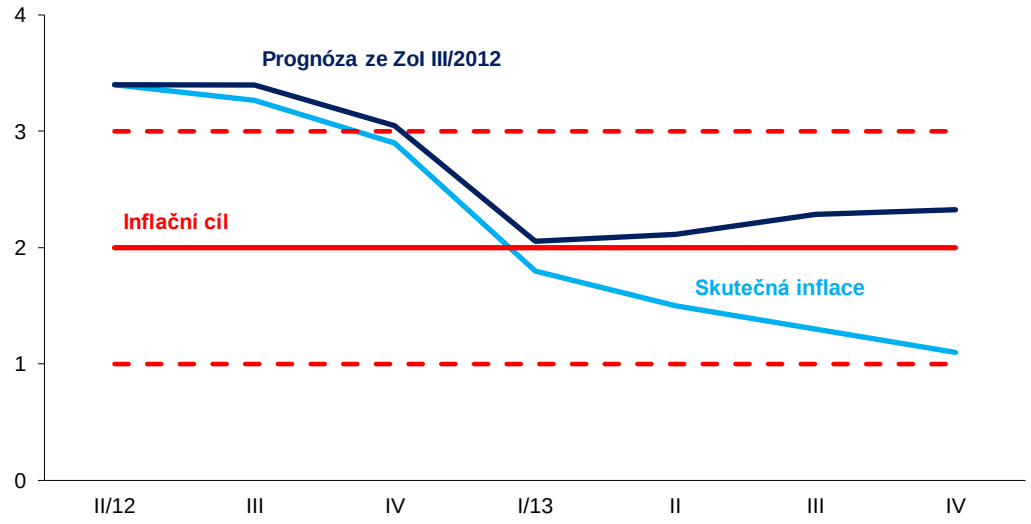
[211] MLČOCHOVÁ. *Řežábek: Fiskální politika zčásti neguje snahu centrální banky* [online]. 24.10.2012 [citace: 20.7.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_121024_rezabek_reuters.html.

7.9 Rok 2013[212]

Rok 2013 je v této práci stěžejním obdobím v důsledku zavedení kurzového závazku ČNB v listopadu tohoto roku.

Jak je vidět níže na grafu 33, prognóza z března roku 2012 předpokládala zcela jiný směr vývoje, než kterým se celková inflace nakonec ubrala. ČNB očekávala, že celková inflace poklesne z hodnot nad tolerančním pásmem na 2% úroveň inflačního cíle, v jejíž blízkosti měla pozvolně růst v průběhu celého roku 2013. Takovýto vývoj byl očekáván na základně zvýšení obou sazeb DPH. Taktéž protiinflační působení domácí ekonomiky mělo na počátku roku 2013 odeznít. Na druhé straně bylo očekáváno oslabení proinflačního vlivu dovozních cen v reakci na zmírnění zahraničního cenového růstu. Březnová prognóza předpokládala pokles celkové inflace na úroveň inflačního cíle i v důsledku předpokládaného pomalejšího růstu regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot, nikdy však neočekávala takto zásadní propad do dolní části tolerančního pásma.

Graf 33: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2012 (meziroční změny v %)



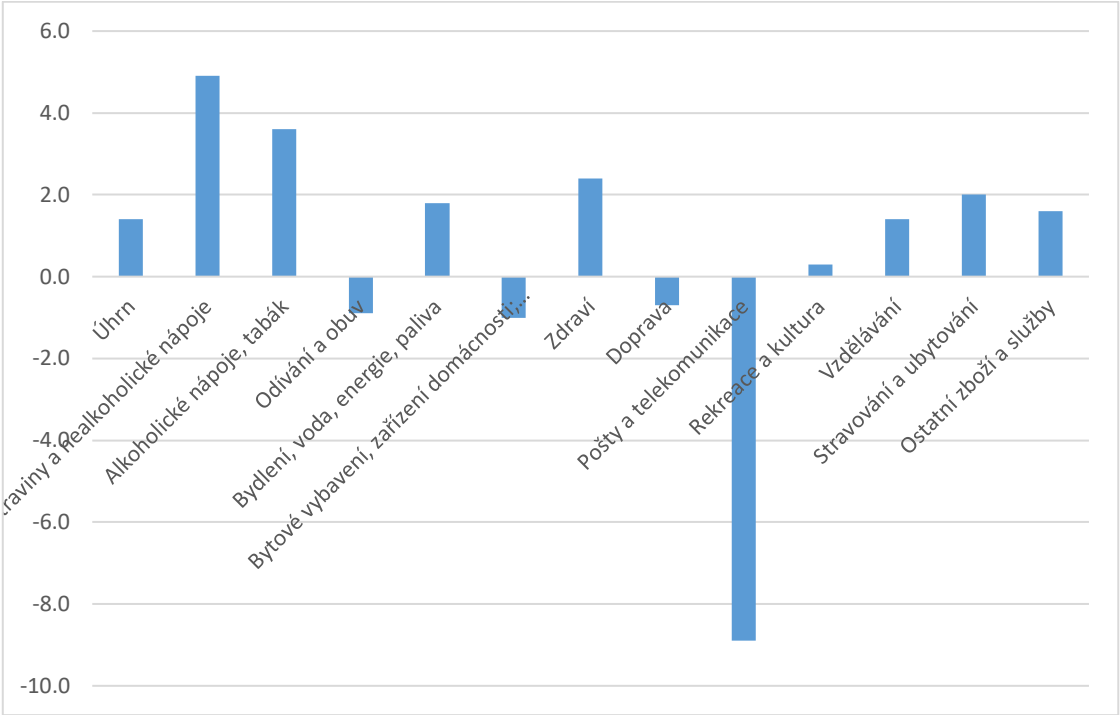
Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2014 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Celková inflace se tedy v roce 2013 pohybovala hluboko pod prognózou, neboť se s ní rozcházela v opačném směru. Odchylka se tak v průběhu celého roku postupně

[212] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2014* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/download/zoi_I_2014.pdf.

zvyšovala. Ve 4. Čtvrtletí, kdy byla odchylka zcela jistě největší, rozdíl mezi skutečnou celkovou inflací a predikcí dosahoval hodnoty 1,2 p. b.

Graf 34: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2013 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Za hlavní důvod této odchylky lze jmenovat zejména přetrvávající zápornou hodnotu korigované inflace bez PH. Jak už bylo výše řečeno, taktéž byl očekáván nižší růst jak regulovaných cen, tak cen pohonných hmot. Jak je vidět výše na grafu 34, velký význam v regulované části koše byl zaznamenán v oblasti telekomunikace, neboť v souvislosti se zavedením neomezených mobilních tarifů došlo k tzv. „tarifní revoluci". Ceny potravin na druhé straně rostly sice rychleji, než bylo předpokládáno, avšak to kompenzovalo záporné odchylky jen v malém rozsahu.

Na klesajícím vývoji domácí inflace se také značně podílely vnější ekonomické faktory, které souhrnně působily lehce protiinflačně. V průběhu celého roku 2013 docházelo k pomalejšímu oživení zahraniční ekonomické aktivity. Podobný vývoj byl spatřen u zahraničních výrobních cen, které se již od počátku roku 2013 nacházely hluboko pod prognózou. Zahraniční úrokové sazby se pak „tradičně", jako již předchozí dva roky, nacházely pod prognózou, neboť reagovaly na prohloubení evropské dluhové krize a zhoršující se výhled ekonomické aktivity. Jediné, co bylo oproti předpokladům vyšší, byla cen ropy.

Nejen vývoj domácích úrokových sazeb, ale i měnového kurzu byl odlišný od očekávání ČNB. V reakci na snížení základních sazeb na „technickou nulu“ tržní úrokové sazby klesaly již od počátku roku 2013. Měnový kurz se v roce 2013 stabilně pohyboval na mírně slabších hodnotách, mimo jiné v důsledku komunikace ČNB a útlumu zahraniční poptávky, než bylo očekáváno, avšak ve 4. čtvrtletí byl kurz koruny značně ovlivněn zavedením kurzového závazku.

7.9.1 Kroky CB

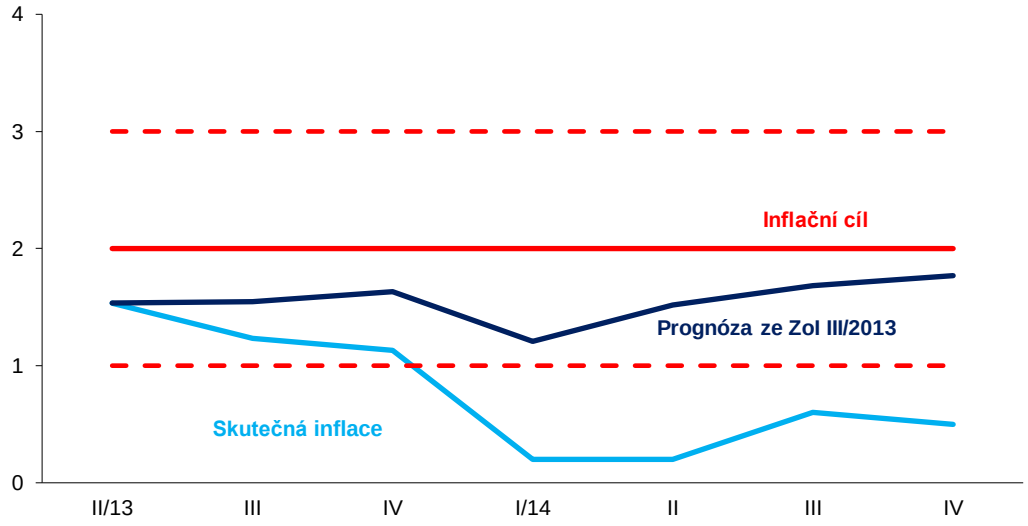
Vzhledem k tomu, že ve 2. polovině roku 2013 klesající tržní úrokové sazby narazily na nulovou dolní mez základních sazeb, byl kompletně vyčerpán měnově-politický nástroj úrokové sazby, s nímž ČNB ovlivňovala inflační očekávání.

30.11. bylo v reakci na prohlubování evropské dluhové krize a zhoršeného výhledu ekonomické aktivity, které s sebou nesly hrozbu deflace rozhodnuto o použití devizového kurzu jako dalšího měnově-politického nástroje k dalšímu uvolnění měnových podmínek. Kurzový závazek byl stanoven na hodnotu 27 CZK/EUR.

7.10 Rok 2014[213]

Jak lze pozorovat v grafu 35 níže, dle prognózy ze Zprávy o inflaci III/2013 měla celková inflace v průběhu celého roku 2014 pozvolna růst, čímž se měla dostat poblíž inflačního cíle, zejména pak v reakci na významné dopady zvyšování nepřímých daní, které ale měly být zpočátku roku kompenzovány utlumenou domácí ekonomickou aktivitou. Dovozní ceny, v souvislosti s předpokládaným stabilním růstem zahraničních cen a ukotvením kurzu koruny na hladině 27 CZK/EUR, měly působit taky na růst inflace. V průběhu roku 2014 mělo také k růstu cen přispět odeznění protiinflačních tlaků z roku 2013. Zároveň byl předpokládán mírný růst cen potravin a regulovaných cen, přičemž přechodný pokles cen pohonných hmot.

Graf 35: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2013 (meziroční změny v %)

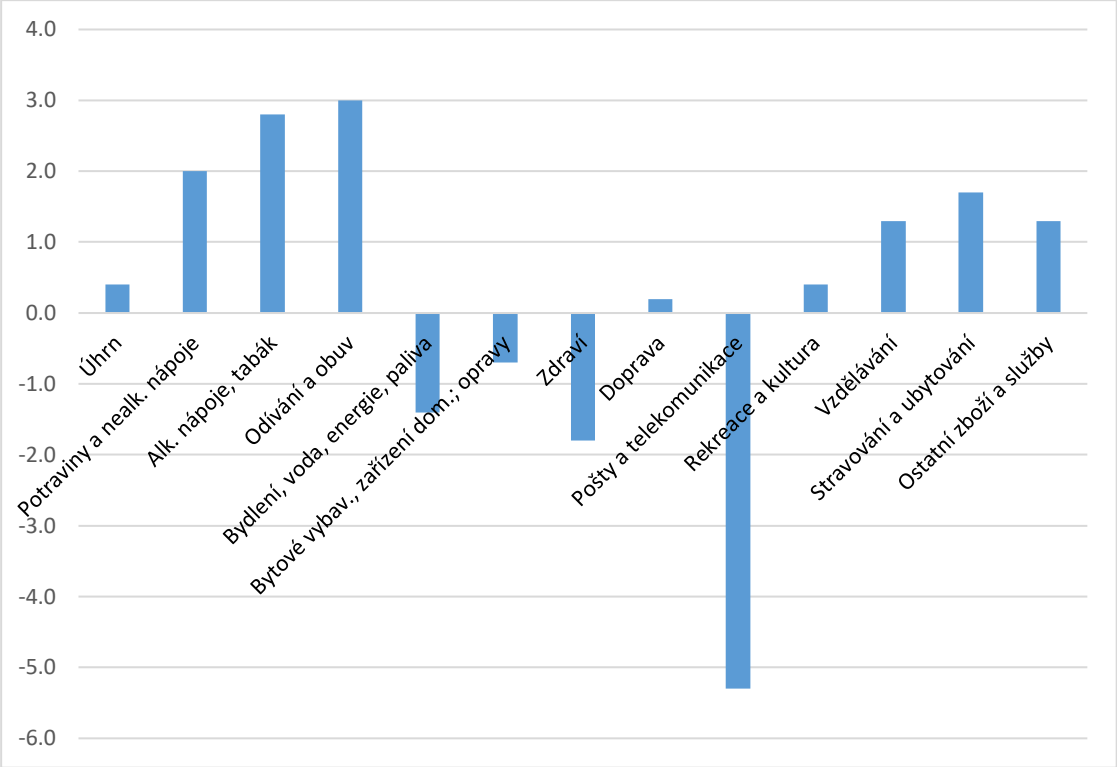


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2015 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

V grafu 35 výše je vidět, že celková inflace se nakonec vyvíjela zcela opačně oproti předpokladům. V průběhu celého roku se ve skutečnosti nacházela nejen pod prognózou, ale taktéž pod dolní hranicí tolerančního pásma stanoveného inflačního cíle. Ve 4. čtvrtletí, kdy byla odchylka největší, tak rozdíl mezi skutečnou celkovou inflací a predikcí dosáhla 1,3 p. b.

[213] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2015* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/download/zoi_I_2015.pdf.

Graf 36: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2014 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Tato odchylka byla dána zejména nepředpokládaným propadem regulovaných cen a pozvolnějším oživením korigované inflace bez pohonných hmot, částečně pak i příspěvkem záporných odchylek vývoje cen potravin a pohonných hmot.

Propad cen v regulované části koše byl pro tento rok značný, a tak významně tlačil celkovou inflaci směrem dolů. Nejzřetelnějšími položkami byla složka telekomunikací, kde se stále ještě promítalo zavedení neomezených mobilních tarifů z roku 2013. Patrný byl i vliv cen energií, kde se projevilo očekávané snížení cen elektřiny a plynu. Za zmínku stojí i pokles položky zdraví, který byl zejména důsledkem zrušení poplatku za pobyt v nemocnici (100 Kč).[214] Jak Pavel Řežábek, tehdejší člen bankovní rady ČNB, komentoval: *„Podíváme-li se konkrétně, které ceny spadly nejvíce, je to elektřina a plyn s dopadem do inflace -0,8 procentního bodu. Táhnou inflaci dolů, kdyby jich nebylo, inflace je nad jedním procentem a nebylo by žádné drama.“*[215] V součtu s položkami

[214] CEVRO. *Poplatky ve zdravotnictví* [online]. 18.3.2014 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: http://www.cevro.cz/web_files/soubory/ctrnacni-deniky/2014/14denik_06_2014.pdf.

[215] ZAVADILOVÁ. *Každý člen bankovní rady je jinak citlivý* [online]. 4.3.2014 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2014/cl_14_140304_rezabek_e15.html.

zdraví a telekomunikace tak vliv regulovaných cen do inflace byl vskutku významný, neboť převyšoval hodnotu 1 p. b.

Jak už to u ČR, malé otevřené ekonomiky, bývá, na vývoj celkové inflace měly značný vliv i vnější ekonomické faktory, které v souhrnu působily protiinflačně. Jak zahraniční poptávka, tak úrokové sazby byly v průběhu, zejména pak ke konci roku 2014 nižší, než bylo původně očekáváno. Nejvýznamnější odchylku bylo možné zpozorovat u ukazatele výrobních cen, kde byla záporná odchylka v průběhu celého roku. Výjimkou byla jena cena ropy, která až na závěr roku 2014 zaznamenala mírně vyšší než předpokládaný růst.

Vzhledem k tomu, že ke snížení sazeb nemohlo od 2.11.2012 dojít kvůli existenci technicky nulové dolní meze základních úrokových sazeb, byl vliv zahraničního vývoje na domácí celkovou inflaci o to silnější.

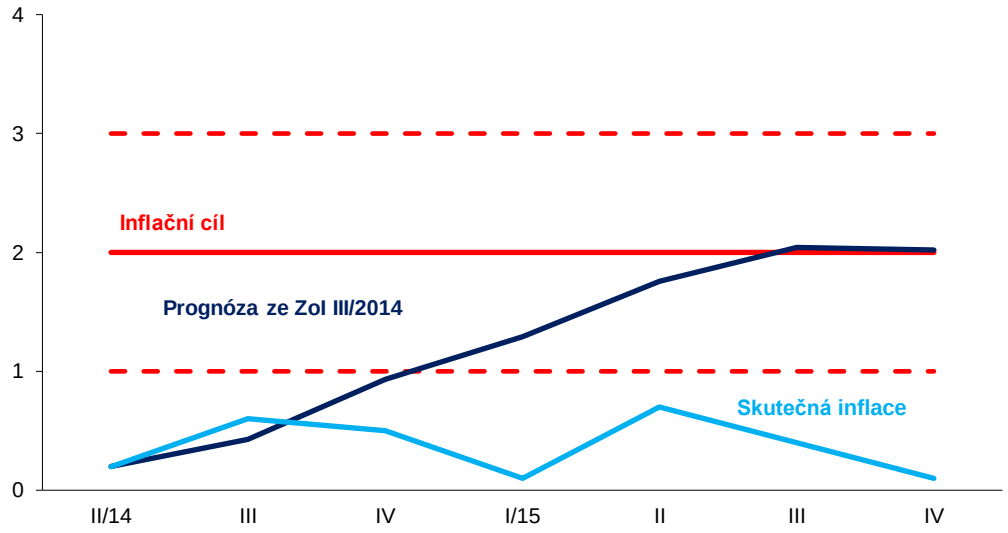
„Domácí tržní úrokové sazby vykazovaly přibližnou stabilitu, když byly ovlivněny existencí nulové dolní meze u měnově-politických sazeb při přetrvávající rizikové prémii na peněžním trhu.“[216]

[216] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2015* [online]. [Citace: 22.11.2017], str. 30. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/download/zoi_I_2015.pdf.

7.11 Rok 2015[217]

Jak je na grafu 37 níže vidět, prognóza ze Zprávy o inflaci III/2014 byla založena na používání devizového kurzu jako měnově-politického nástroje s kurzovým závazkem na úrovni 27 CZK/EUR s předpokladem do 3. čtvrtletí roku 2015. Prognóza předpokládala cenový růst zejména v 1. polovině roku, přičemž od druhé poloviny roku se měl ustálit na hodnotách poblíž inflačního cíle. Inflační tlaky zejména v první polovině roku, které přebírali hlavní roli v cenové vývoji, měly pocházet z domácí ekonomiky. Šlo zejména o předpokládající rostoucí domácí ekonomiku a zrychlující se dynamiku mezd, které se měly na růst cen podílet v průběhu celého roku 2015. U regulovaných cen byl na druhé straně předpokládán pokles.

Graf 37: Skutečná inflace vs. prognóza ze Zprávy o inflaci III/2014 (meziroční změny v %)

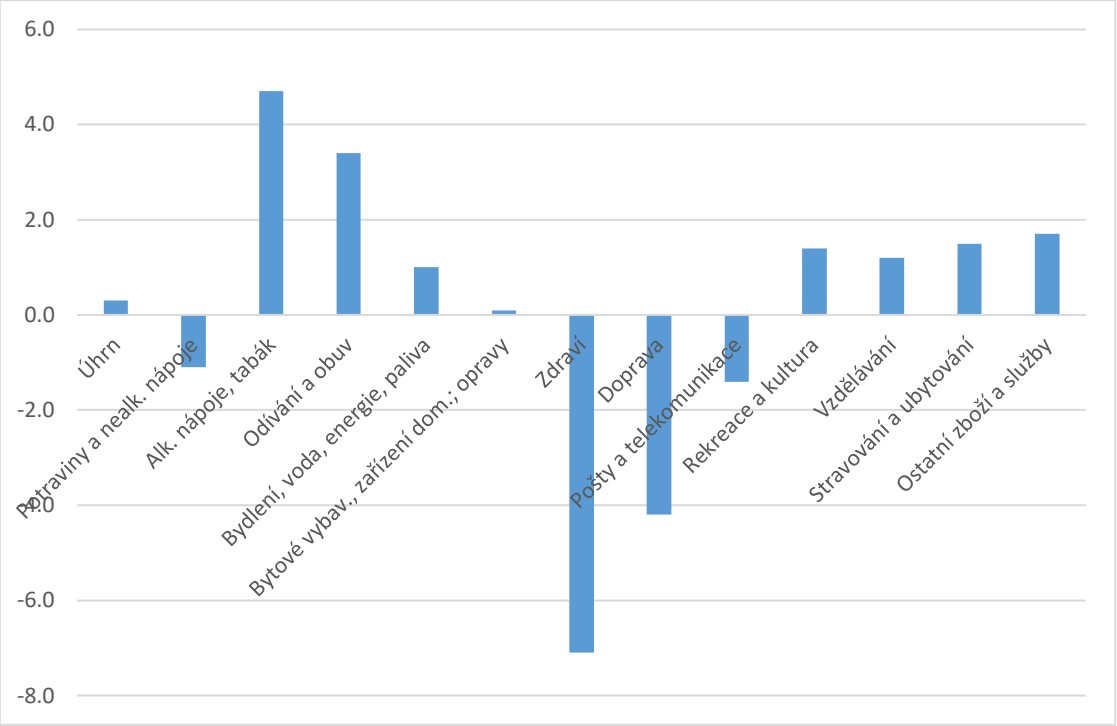


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2016 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Dle grafu 37 výše je vidět, že předpoklady ČNB nebyly příliš správné, neboť se celková inflace v průběhu celého roku 2015 pohybovala značně pod prognózou a již od 2. čtvrtletí klesala, díky čemuž se odchylka postupně zvětšovala. Rozdíl celkové inflace a prognózy byl tak ve 4. čtvrtletí největší a dosáhl úrovně – 1,9 p .b.

[217] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2016* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/download/zoi_I_2016.pdf.

Graf 38: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2015 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Jak je možné vyčíst z grafu 38 výše, této odchylce přispěly všechny složky čisté inflace. Ačkoliv tedy růst korigované inflace bez PH pozvolně zrychloval, pokles cen výrobců v eurozóně a pomalé oživení domácího mzdového vývoje vedly k menšímu než očekávanému růstu. Za zmínku také stojí vývoj cen potravin, který byl značně ovlivněn vyšším než předpokládaným poklesem světových cen zemědělských komodit, či embargo uvalené na dovoz do Ruska a zrušení kvót na produkci mléka v rámci EU. Neočekávaný propad cen ropy měl také za následek zápornou odchylku ve vývoji cen pohonných hmot. Jediné regulované ceny a změny nepřímých daní se vyvíjely dle předpokladů prognózy.

Regulovaná část koše však stojí za zmínku, neboť jak je vidět na grafu x výše, měla významný vliv na celkovou inflaci, zejména pak v podobě zrušení regulačních poplatku ve zdravotnictví (s platností od 1.1.2015), což způsobilo výrazný propad cen v této regulované části spotřebního koše.[218]

[218] STAN. *Čížek (STAN): Zrušení regulačních poplatků sníží stabilitu zdravotnictví* [online]. 9.1.2015 [citace: 2.12.2017]. Dostupné z: http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Cizek-STAN-Zruseni-regulacnich-poplatku-snizi-stabilitu-zdravotnictvi-353584.

Za zmínku také stojí vnější ekonomické faktory, které se významně podílely na výrazně nižší než očekávané celkové inflaci. V souhrnu lze říci, že zahraniční vývoj působil na domácí inflaci protiinflačně, tj. ve směru potřeby značně uvolněnějších měnových podmínek. Nejvíce překvapivý byl zejména vývoj výrobních cen, který neočekávaně setrval ve výrazně záporných hodnotách. Odchylka dosahovala ve 4. čtvrtletí až 4 p. b. a bylo to zejména v důsledku nepředpokládaného propadu cen ropy. Co se týká zahraniční poptávky, tak ta bohužel také nedosáhla předpovídané dynamiky a snižování zahraničních úrokových sazeb už bylo jen třešničkou na dortu.

Vzhledem k existenci nulové dolní meze, nedošlo ke snížení domácích tržních úrokových sazeb, které se tak vyvíjeli stabilně. Výraznější odchylku od měnových podmínek směrem k více uvolněnému působení bylo možné pozorovat až ke konci roku, kdy byl původně předpokládán exit z kurzového závazku a návrat k používání úrokových sazeb, k čemuž ale ve skutečnosti nedošlo.

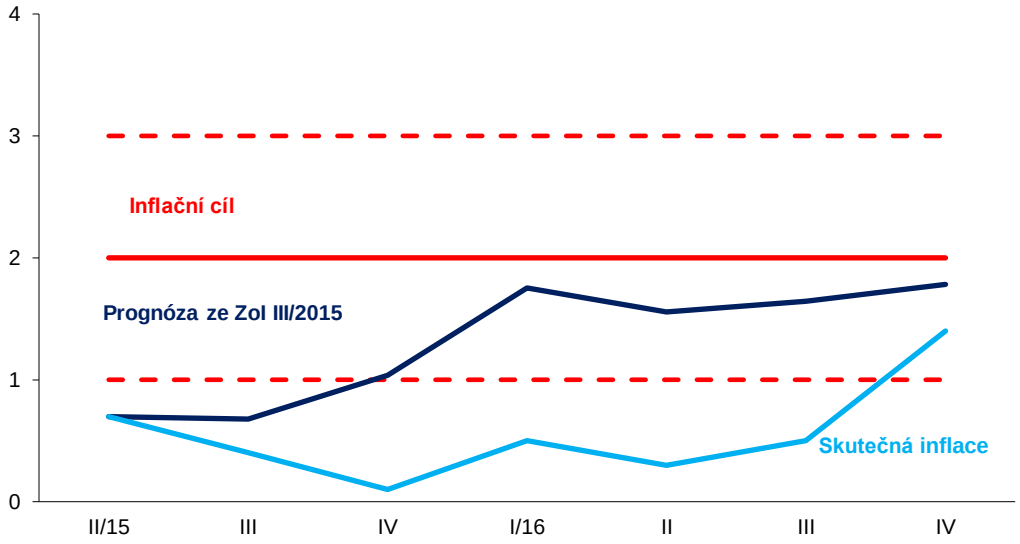
Měnový kurz setrvával v průběhu roku 2015 na hodnotách, které ačkoliv byly slabší vzhledem k vyhlášenému kurzovému závazku, nebyly schopné kompenzovat zahraniční deflační tlaky, a tedy zajištění návratu celkové inflace na 2% stanovený inflační cíl.

V důsledku nulového manévrovacího prostoru pro použití úrokových sazeb, pomineme možnost nastavení záporných sazeb, tak byly v souhrnu dopady protiinflačního zahraničního vývoje na domácí celkovou inflaci výrazně vyšší, než by tomu bylo v případě možnosti snížit základní úrokové sazby ČNB.

7.12 Rok 2016[219]

Jak lze vyčíst z grafu 39 níže, podle prognózy měla celková inflace po nárůstu koncem roku 2015 v 1. čtvrtletí nepatrně klesat, po celé období roku 2016 se však měla celková inflace držet v dolní části tolerančního pásma poblíž 2% inflačního cíle. Inflace měla být ovlivněna na celém horizontu prognózy pokračujícím růstem domácí ekonomické aktivity a zrychlujícím mzdovým vývojem.

Graf 39: Skutečná inflace vs. prognóza ze Zprávy o inflaci III/2015 (meziroční změny v %)

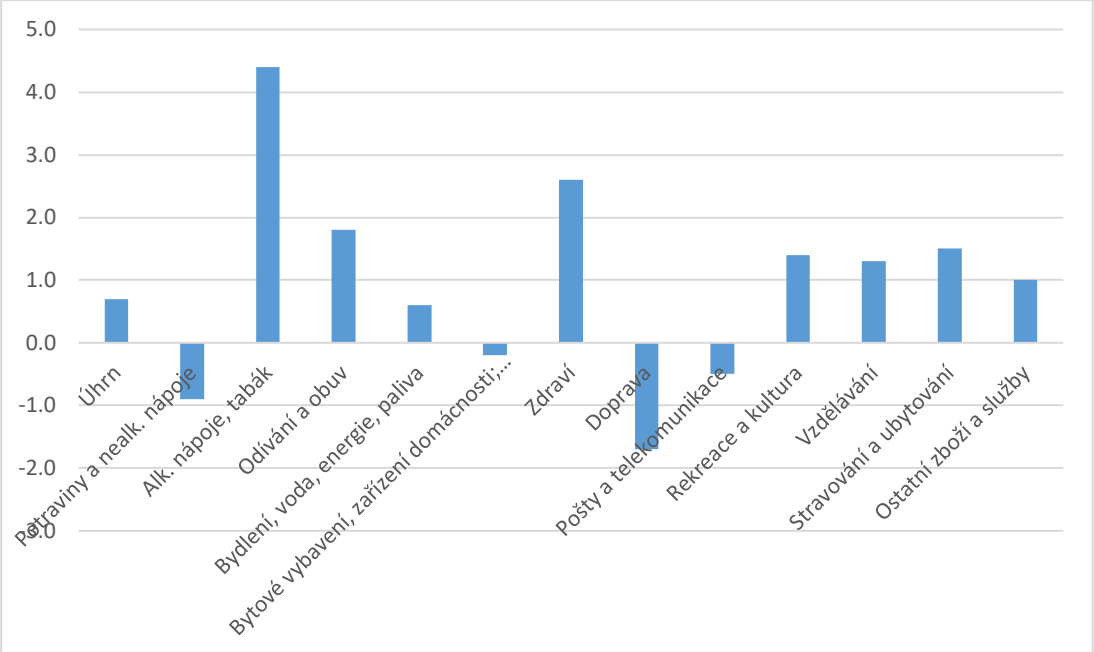


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci – I/2017 – tabulky a grafy z textu, vlastní grafické zpracování*

Ačkoliv se celková inflace pohybovala v průběhu celého roku pod prognózou, od 2. čtvrtletí se konečně začala pomalu přibližovat stanovenému inflačnímu cíli. Ve 4. čtvrtletí se tak celková inflace konečně poprvé od roku 2013 dostala do dolní části tolerančního pásma stanoveného inflačního cíle, čímž se viditelně snížila odchylka od predikce na -0,4 p. b.

[219] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2017* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/download/zoi_I_2017.pdf

Graf 40: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2016 - míra inflace



Zdroj: *ČSÚ, Indexy spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace, vlastní zpracování*

Celková odchylka byla ovlivněna zejména příspěvkem korigované inflace bez PH v důsledku přetrvávajícího poklesu výrobních cen v eurozóně, částečně pak také vývojem cen pohonných hmot a utlumenějšího vývoje regulovaných cen. Ceny potravin se vyvíjely převážně dle předpokladů.

K nižší, než předpokládané celkové domácí inflaci přispěly významně i vnější ekonomické faktory, které v souhrnu působili na českou ekonomiku protiinflačně, tj. ve směru potřeby uvolněnějších měnových podmínek, což v důsledku nulové dolní meze základních úrokových sazeb ČNB nebylo skrze měnový kurz tak možné. Nejvýznamnější zápornou odchylku bylo možné zpozorovat ve vývoji zahraničních výrobních cen, kde v 1. polovině roku odchylka dosáhla až 5 p. b. Významně však také přispěl další neočekávaný propad cen ropy na přelomu roku 2015 a 2016. Jak je možné vidět na grafu 38 a 40 výše, tento faktor již v závěru roku odeznával. Pouhý růst zahraniční poptávky mírně převyšoval očekávanou dynamiku. Velkým překvapením bylo také snižování úrokových sazeb až do záporných hodnot, s čímž ČNB nepočítala.

V roce 2016 domácí tržní úrokové sazby zůstaly stabilní, neboť nadále nemohly být ovlivňovány v důsledku existence nulové dolní meze. Měnový kurz oproti minulému roku setrvával ve větší blízkosti vyhlášeného závazku ČNB, v porovnání s minulým rokem tak byl měnový kurz schopen dostatečně kompenzovat zahraniční deflační tlaky, avšak nikoli zajistit návrat inflace ke stanovenému inflačnímu cíli dříve než v závěru roku. V důsledku toho měly vnější ekonomické faktory silnější protiinflační vliv na domácí celkovou inflaci, než by tomu bylo v prostředí, kde má základní měnově-politický nástroj základní úrokové sazby jistou volatilitu i směrem dolů, tj. není omezen nulovou dolní mezí.

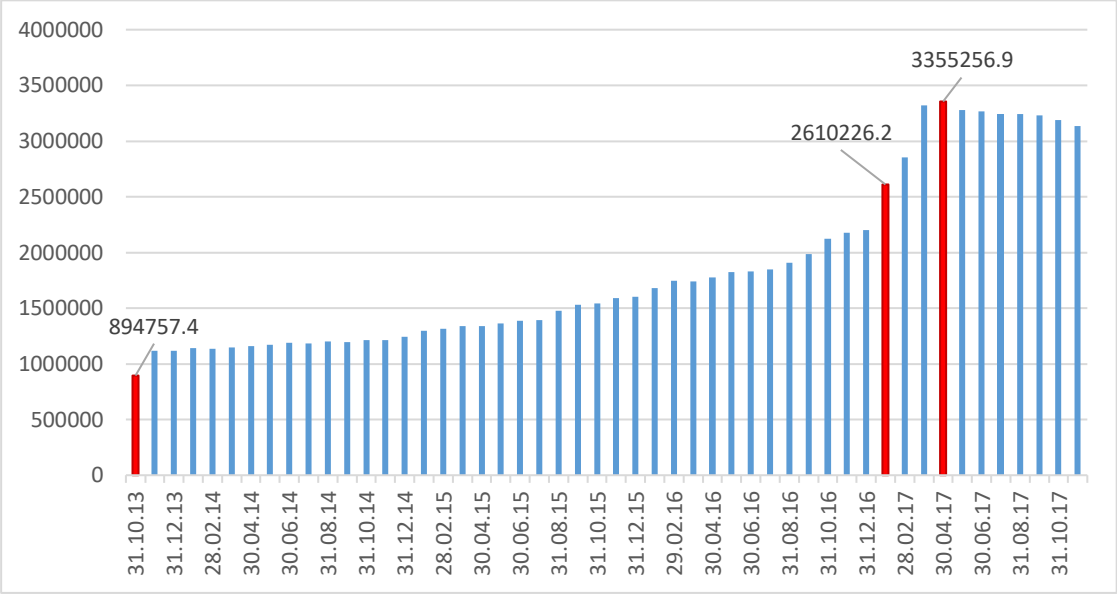
8 Vývoj devizových rezerv

Devizové rezervy patří mezi největší položku aktiv v její rozvaze. I když CB prezentovala veřejnosti, že jí růst rezerv nevadí, bylo tomu možné věřit? Již v lednu roku 2017, kdy se dosáhlo enormních objemů, viz graf 41 níže, bylo možné pozorovat, že je tento stav pro ČNB nevyhovující. Bylo tomu tak hned z několika důvodu:

1) kvůli rostoucímu riziku opuštění kurzového závazku a s tím spojených budoucích ztrát v případě posílení koruny,
2) zejména pak kvůli vyšším nákladům spojených s běžně prováděnou měnovou politikou.

Důsledkem zvýšení devizových rezerv v posledních 4 letech je několikanásobné zvýšení objemu peněz, s nímž česká ekonomika aktuálně hospodaří. V důsledku toho došlo k nárůstu množství peněz, jež si obchodní banky u CB ukládají. Za tyto vklady však bude muset ČNB vyplatit následně úroky. Se zpřísňováním měnové politiky je možno očekávat, že bude muset CB vyplatit obchodním bankám vyšší úroky za jejich uložené peníze, čímž se může dostat (budou-li zahraniční sazby pod sazbami v ČR do rizika velkých ztrát, což by mohlo negativně ovlivnit kredibilitu ČNB.

Graf 41: Devizové rezervy ČNB v mld. Kč

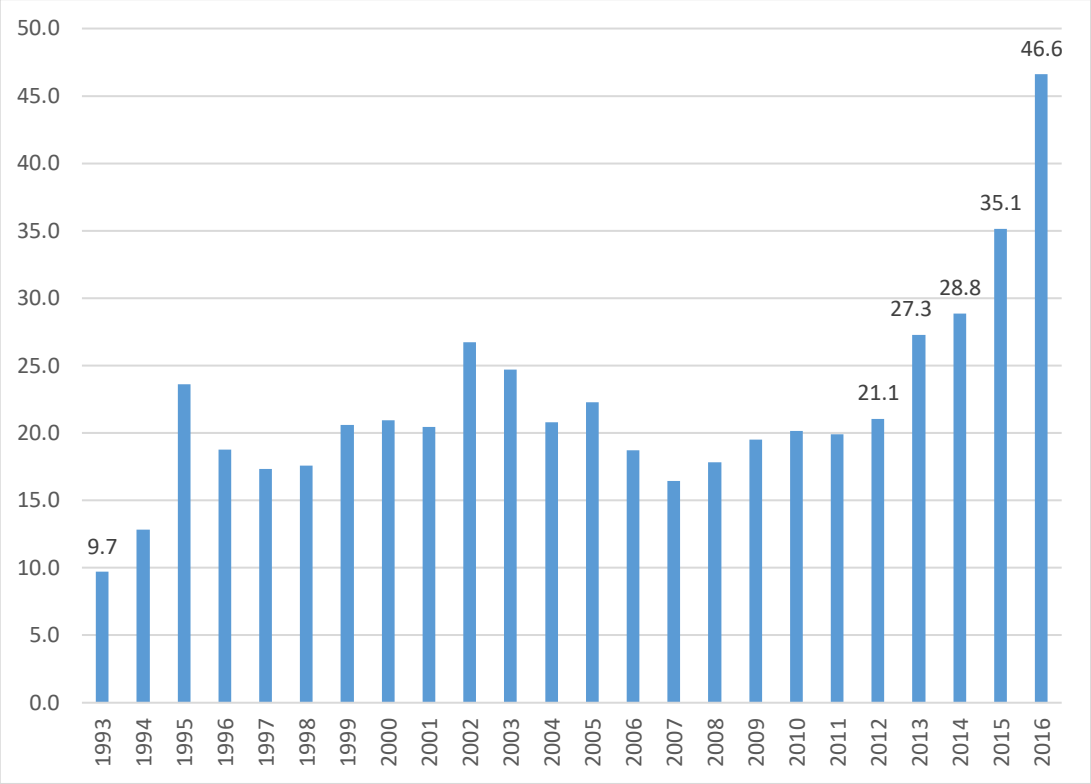


Zdroj: *ČNB, Devizové rezervy (brutto od ledna 2012), vlastní zpracování*

Jak je možno vidět na grafu 41 výše, objem devizových rezerv se od počátku devizových intervencí v roce 2013 téměř zčtyřnásobil (3,75 vyšší), čímž se dostal na

částku 3 355,3 mld. Kč v dubnu roku 2017, kdy ČNB ukončila kurzový závazek. Zde je tedy možné spatřit enormní nárůst devizových rezerv a tedy aktiv ČNB v průběhu posledních 3 let. V období udržování fixního kurzu CB tedy intervenovala v celkovém objemu přibližně 2,46 bilionu korun.

Graf 42: Devizové rezervy ČNB/HDP v %



Zdroj: *ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

Česká republika má kvůli devizovým intervencím celosvětově jedny z nejvyšších devizových rezerv v poměru ke svému HDP. Jak je možno pozorovat na grafu 42 výše, ke konci roku 2016 se devizové rezervy vyšplhali na úroveň 46,6 % HDP, v lednu 2017 vzrostly pak na 55 % HDP roku 2016 a v dubnu, kdy dosáhl objem devizových rezerv držených ČNB maxim, dokonce až na úroveň 70 % HDP roku 2016.[220]. Tím se Česká republika dostává na přední příčky co do výše devizových rezerv v rámci vyspělých zemí.

[220] Počítáno z údajů HDP za rok 2016, kdy HDP činilo 4 773,2 mld. Kč. Viz ČSÚ. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. Poslední aktualizace: 3.7.2017 [citace: 20.7.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr.

9 Symetričnost CB

9.1 Výjimky z plnění inflačního cílování

Prognózy inflace obsahují relativně velký vliv změn nepřímých daní. *„Aby ČNB vyloučila reakci na primární dopad těchto změn, využívá institut výjimek z plnění inflačního cíle. V praxi od prognózy z července 2003, kdy byl vliv daní poprvé významný, je primární dopad z celkové inflace odečítán a ČNB reaguje na odchylku takto očištěné inflace (inflace bez primárních dopadů změn nepřímých daní) od cíle, resp. se orientuje na splnění inflačního cíle pro takto očištěnou inflaci.“*[221]

Vyhodnocení výjimkování z plnění inflačního cílování je tedy složité, neboť ČNB bere v rámci měnové politiky v úvahu pouze vliv nepřímých daní, zatímco vliv regulované části spotřebního koše není brán v potaz.[222] Je důležité zmínit, že právě vliv regulované části koše může mít mnohdy větší význam než změna nepřímých daní.

Zde je možné odkázat na krizové roky 2014 a 2015, kde byl pozorovatelný vliv právě regulovaných cen, které významně tlačily celkovou inflaci směrem dolů. Šlo zejména o zrušení zdravotních poplatků v obou letech, a snížení telekomunikačních poplatků v důsledku změn mobilních tarifů (v roce 2013 zavedení neomezených tarifů) a snížení cen energií v roce 2014.

[221] ČNB. *Uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní* [online]. Duben 2007 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_duben/boxy_a_prilohy/zoi_2007_duben_b3.html.

[222] ČNB. *Uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní* [online]. Duben 2007 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_duben/boxy_a_prilohy/zoi_2007_duben_b3.html.

Tabulka 5: Celková hodnota vlivu nepřímých daní na skutečnou inflaci

(sledované období 2005-2016)[223]

ROK	SKUTEČNÁ CELKOVÁ INFLACE %	MPI %[224]	VLIV NEPŘÍMÝCH DANÍ %[225]
2003	0,1	X	X
2004	2,8	X	X
2005	1,9	1,83	-0,07
2006	2,5	2,26	-0,24
2007	2,8	2,18	-0,62
2008	6,3	4,36	**1,94**
2009	1,0	0,88	-0,12
2010	1,5	0,38	**-1,12**
2011	1,9	1,86	-0,04
2012	3,3	2,08	**1,22**
2013	1,4	0,62	-0,78
2014	0,4	0,23	-0,17
2015	0,3	0,15	-0,15
2016	0,7	0,48	-0,22
CELKOVÉ VÝJIMKOVÁNÍ %[226]			-0,29

Zdroj: *ČNB[227], ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

ČNB ve sledovaném období cílování inflace využila výjimkování pouze v souvislosti se změnami nepřímých daní. Jak je vidět v tabulce 5 výše, nejvýznamnější změny proběhly v letech 2008, 2010 a 2012, kdy byl vliv nepřímých daní na celkovou inflaci jednoznačně největší a překročil hladinu 1 p. b.

V reálném součtu celkový vliv nepřímých daní činí -0,29 p. b., v důsledku čehož má použití měnově-politické inflace na celkové hodnocení symetrie ČNB zanedbatelný význam.

[223] U let 2003-2004 nejsou hodnoty měnově-politické inflace veřejně dohledatelné.

[224] měnově-politická inflace v %

[225] Znaménko + přibližuje k inflačnímu cíli, znaménko – vzdaluje od inflačního cíle.

[226] Celkový vliv nepřímých daní za sledované období 2005-2016.

[227] Zpráva o inflaci leden/2002, Zpráva o inflaci leden/2007, Zpráva o inflaci – I/2008 – tabulky a grafy z textu, Zpráva o inflaci – I/2011 – tabulky a grafy z textu, Zpráva o inflaci – I/2014 – tabulky a grafy z textu, Zpráva o inflaci – I/2017 – tabulky a grafy z textu.

9.1.1 Rok 2008

V roce 2008, kdy byl vliv nepřímých daní největší a dosáhl hodnoty 1,94 %, bylo v důsledku zavedení reformy českých veřejných financí v létě roku 2007, která vstoupila v platnost v lednu roku 2008. Ve větší či menší míře byly reformou ovlivněny prakticky všechny daňové zákony, a tedy i nepřímé daně. Došlo jak ke zvýšení spotřební daně, tak daně z přidané hodnoty (DPH).

U spotřební daně nedošlo pouze k jejímu navýšení, ale také ke změně jejího výpočtu, což se podepsalo zejména na cigaretových výrobcích levnější značky, neboť byla stanovena minimální sazba daně, která zvedla cenu krabičky v řádech korun. *„Podle dubnové prognózy přispívají primární dopady změn nepřímých daní na cigarety v průměru přibližně 0,7 procentního bodu k celkové inflaci v horizontu měnové politiky. Uplatnění výjimky na tyto primární dopady znamená, že ČNB umožní růst celkové inflace do horní poloviny tolerančního pásma pro inflační cíl v horizontu měnové politiky. Pokud by neuplatnila výjimku, implikované měnověpolitické sazby pro příští čtvrtletí by byly vyšší zhruba o 0,3 procentního bodu.“*[228]

Reforma měla vliv i na samotné DPH, kde došlo ke zvýšení snížené daně z 5 na 9 %. Vzhledem k tomu, že se tato daň týkala především potravin, tiskovin, v případě služeb pak stočného, vodného, hromadné dopravy, kulturních a sportovních akcí, dotklo se toto zvýšení významné části spotřebního koše.

Vyšší DPH mělo také dopad v oblasti bytové výstavby, neboť investoři toto plánované zvýšení, z obav zvýšení cen základních služeb, zakalkulovali do svých očekávání. Zcela zásadní vliv na bytovou výstavbu však mělo pozbytí platnosti výjimky uplatňovat sníženou sazbu daně na bytovou výstavbu. Od 1.1.2008 je totiž jedinou možností, jak zachovat sníženou sazbu DPH na novou výstavbu, definovat tzv. sociální bydlení.[229] I přesto, že mnoho stavebníků stále mohlo i po novém roce kalkulovat se sníženou sazbou daně, její zvýšení z 5 na 9 % bylo znatelné.

---

[228] ČNB. *Uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní* [online]. Duben 2007 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_duben/boxy_a_prilohy/zoi_2007_duben_b3.html.

[229] ONDROVÁ. *Sociální bydlení se sníženou sazbou DPH* [online]. 25.10.2017 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.finance.cz/zpravy/finance/134558-socialni-bydleni-se-snizenou-sazbou-dph/.

9.1.2 Rok 2010

V roce 2010 došlo ke zvýšení spotřební daně u minerálních olejů, lihu, piva i tabákových výrobků.

9.1.3 Rok 2012

Dne 1.1.2012 nabyla své účinnosti daňová novela zákona č. 370/2011 Sb., o DPH. Jednalo se o tzv. „sazbovou novelu“. Součástí této novely bylo mimo jiné i opětovné zvýšení sazby daně z 10 na 14 %, což se znovu silně promítlo do odchylky celkové inflace v tomto roce od stanoveného inflačního cíle.

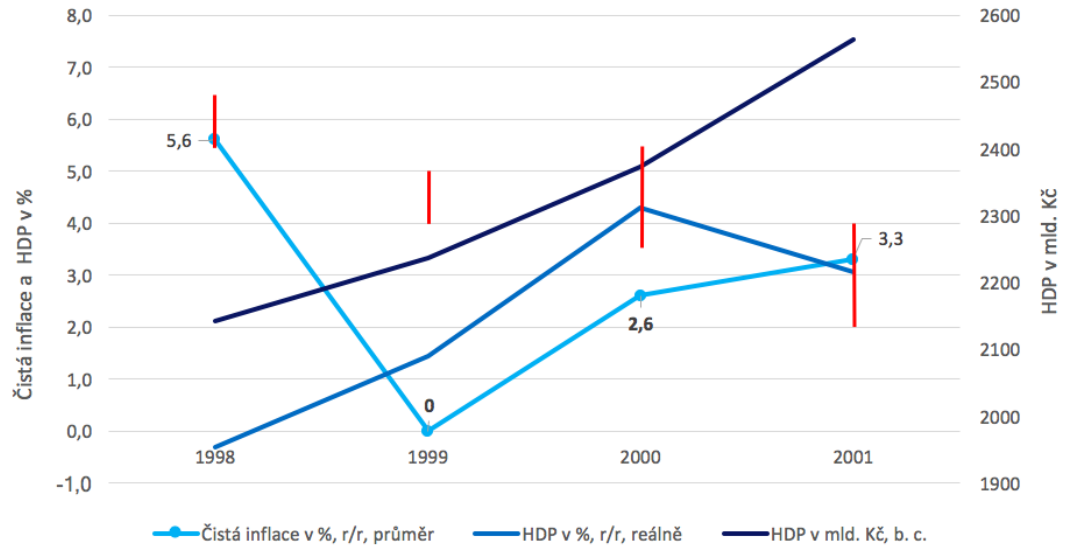
9.2 Plnění inflačního cíle

Z hlediska složitosti v nastavení inflačních cílů pro jednotlivé roky sledovaného období je tato podkapitola rozdělena na 3 období, dle změny metodiky ČNB ve stanovování inflačního cíle.

9.2.1 Období 1998-2001

V počátečním období cílování inflace byl cíl zaměřen na čistou inflaci. Jak je vidět níže na grafu 43, v tomto čtyřletém období byl splněn inflační cíl pouze dvakrát. V roce 1998, když čistá inflace dosáhla hodnoty 5,6 % a inflační cíl (ohlášený v prosinci 1997) na 6 % +/- 0,5 p. b., a v roce 2001, kdy čistá inflace dosáhla hodnoty 3,3 %, přičemž inflační cíl (ohlášený v dubnu roku 2000) byl stanoven na hodnotu 3 % +/- 1 p. b.

Graf 43: Vývoj čisté inflace v rámci plnění stanovených inflačních cílů v letech 1998-2001
(inflační cíle stanovené pro každý rok v čisté inflaci)

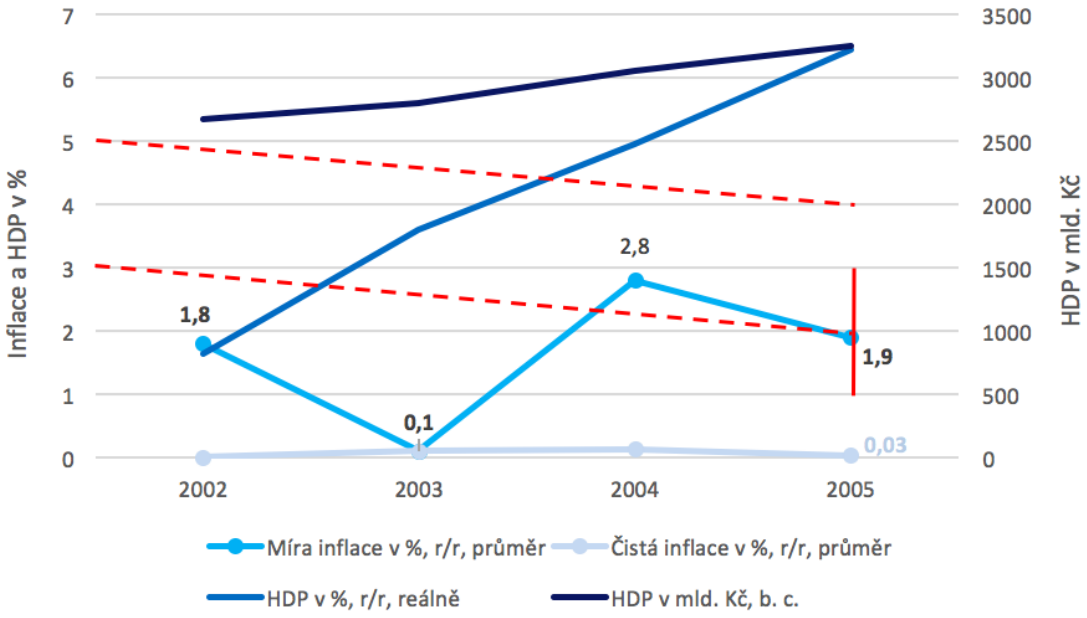


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2002, ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

9.2.2 Období 2002-2005

V tomto období došlo ke změně metodiky ČNB v rámci nastavení inflačních cílů, a tak se od roku 2002 sleduje inflace v celkové inflaci. Jak je možno pozorovat na grafu 44 níže, v období od roku 2002 do 2005 se inflace pohybovala převážně pod dolní hranicí plnění stanoveného inflačního pásma. Do inflačního pásma stanoveného v celkové inflaci se inflace dostala v roce 2004. V roce 2005 se pohybovala mírně (o 1,9 p. b.) pod ním. V tomtéž roce nedošlo ani ke splnění dlouhodobého cíle ohlášeného již v dubnu roku 1999. Tento cíl byl stanoven ještě v čisté inflaci, byl stanoven na úroveň 2 % +/- 1 p. b. a měl být plněn k měsíci prosinec roku 2005. Jak je vidět v grafu 44 níže, čistá inflace v roce 2005 činila 0,03 %.

Graf 44: Vývoj celkové a čisté inflaci v rámci plnění stanových inflačních cílů v letech 2002-2005
(2002-2005 klesající inflační pásmo v celkové inflaci 2-5 %, 2005 inflační cíl v čisté inflaci 2 % +/- 1 p. b.)

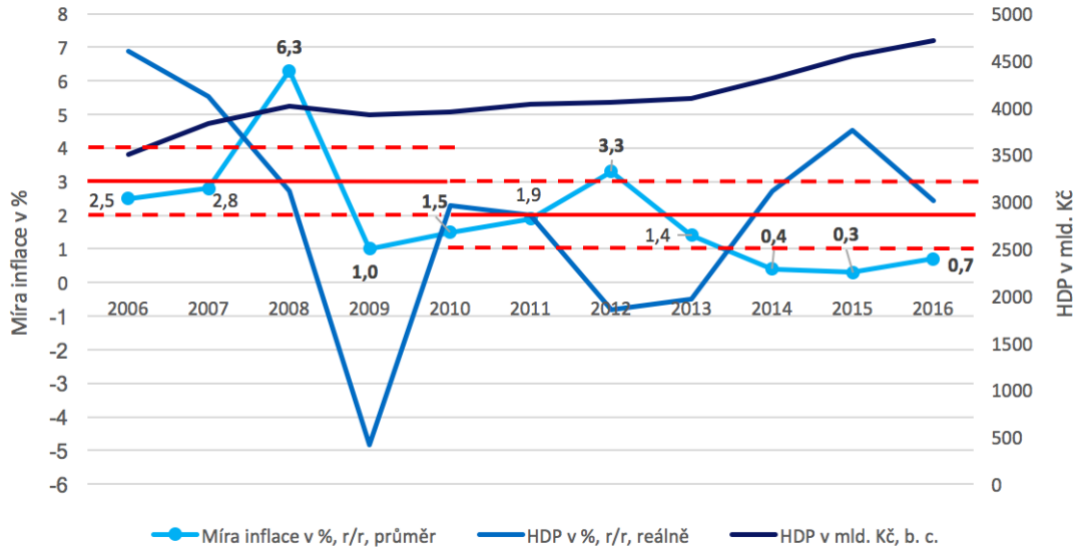


Zdroj: *ČNB, Zpráva o inflaci leden/2007, ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

9.2.3 Období 2006-2016

Z grafu 45 níže lze vidět, že v letech 2006-2016 byl inflační cíl převážně plněn, až na pár výjimek. Jednou z těchto výjimek je období světové krize ne přelomu let 2007-2008, kdy došlo k nárůstu inflace nad horní hranici inflačního cíle. Vzhledem k tomu, že se jednalo o celosvětový fenomén v důsledku krize, nelze tento výkyv považovat za nějak zvlášť škodlivý pro ekonomiku ČR z hlediska působení měnové politiky.

Graf 45: Vývoj celkové inflace v rámci plnění stanovených inflačních cílů v letech 2006-2016
(2006-2009 inflační cíl 3 % +/- 1 p. b., 2010-2016 inflační cíl 2 % +/- 1 p. b.)



Zdroj: *ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

V následujících letech docházelo, až na malé výjimky směrem k překročení dolní hranice inflačního pásma, k plnění inflačního cíle. Důležitým bodem zvratu byl až počátek roku 2012, kdy začalo docházet k postupnému snižování inflace, která se počátkem roku 2014 dostala k nulovým hodnotám. Na této úrovni se víceméně udržovala až do konce roku 2016, kdy se opět přiblížila k dolní hranici inflačního pásma.

9.3 Celková odchylka od plnění inflačního cíle

Jak je možno pozorovat v tabulce 6, největší odchylky je možné pozorovat na začátku a ke konci sledovaného období. Prví roky jsou spojeny s přechodem na plovoucí kurz a cílování inflace, oproti tomu poslední roky byly významně ovlivněny zahraničním poklesem cenové hladiny, který se silně promítl i ve vývoji domácí cenové hladiny. Proti poklesu inflace do záporných hodnot se ČNB snažila bojovat kurzovým závazkem,

neboť její základní úrokové sazby dosáhly nulové dolní meze. V důsledku toho je vidět, že pozvolný návrat k růstu cenové hladiny byl znatelně pomalejší, než by tomu bylo v případě používání úrokových sazeb jako základního měnově-politického nástroje.

Tabulka 6: Odchylky od stanoveného inflačního cíle v letech 1998-2016

(1998-2001 cíle stanovené v čisté inflaci, 2002-2016 cíle stanovené v celkové inflaci)

ROK[230]	IC %[231]	TP[232]	SKUTEČNOST %[233]	ODCHYLKA OD IC %	ODYCHYLKA OD TP %
1998	6	+/- 0,5 p. b.	5,6	-0,4	0
1999	4,5	+/- 0,5 p. b.	0,0	-4,5	-4,0
2000	4,5	+/- 1 p. b.	2,6	-1,9	-0,9
2001	3	+/- 1 p. b.	3,3	**0,3**	0
2002	3,75	+/- 1 p. b.	1,8	-1,95	-0,95
2003	3,5	+/- 1 p. b.	0,1	-3,4	-2,4
2004	3,25	+/- 1 p. b.	2,8	-0,45	0
2005	3	+/- 1 p. b.	1,9	-1,1	-0,1
2006	3	+/- 1 p. b.	2,5	-0,5	0
2007	3	+/- 1 p. b.	2,8	-0,2	0
2008	3	+/- 1 p. b.	6,3	**3,3**	**2,3**
2009	3	+/- 1 p. b.	1,0	-2,0	-1
2010	2	+/- 1 p. b.	1,5	-0,5	0
2011	2	+/- 1 p. b.	1,9	-0,1	0
2012	2	+/- 1 p. b.	3,3	**1,3**	**0,3**
2013	2	+/- 1 p. b.	1,4	-0,6	0
2014	2	+/- 1 p. b.	0,4	-1,6	-0,6
2015	2	+/- 1 p. b.	0,3	-1,7	-0,7
2016	2	+/- 1 p. b.	0,7	-1,3	-0,3
CELKOVÁ ODCHYLKA %[234]				**26,5**	**13,55**
PRŮMĚRNÁ ODCHYLKA ZA SLEDOVANÉ OBDOBÍ %[235]				**1,39**	**0,71**
CELKOVÁ ODCHYLKA %				**-17,3**	**-8,35**
PRŮMĚRNÁ ODCHYLKA ZA SLEDOVANÉ OBDOBÍ %				**-0,91**	**-0,44**

Zdroj: *ČNB[236], ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

[230] V období 2002-2005 byl pro srozumitelnost a konzistentnost jako inflační cíl pro každý jednotlivý rok zvolen střed stanoveného cílového pásma, jehož začátek byl 3-5 % a konec 2-4 %.

[231] inflační cíl v %

[232] toleranční pásmo

[233] Míra čisté inflace v %, r/r, průměr pro období 1998-2001, míra celkové inflace v %, r/r, průměr pro období 2002-2016.

[234] Počítáno v absolutní hodnotě.

[235] Délka sledovaného období je 19 let.

[236] Zpráva o inflaci leden/2002, Zpráva o inflaci leden/2007, Cílování inflace v ČR.

Hovoří-li se o započtení inflačního cíle stanoveného pro rok 2005 v celkové inflaci, činí průměrná odchylka od inflačního cíle za sledované období (19 let) přibližně 1,39 % (- 0,91 %), od tolerančního pásma pak 0,71 % (- 0,44 %). Bere-li se v úvahu, že hodnota tolerančního pásma ve sledovaném období činila +/- 1 p. b., je průměrná odchylka od inflačního cíle významná.

Součet odchylek za jednotlivá léta pak poukazuje na fakt, že v období cílování inflace lze spatřit jistou shodnost v asymetrii odchylek, inflace je ve většině let pod cílem. Pro ČNB je tak typické spíše podstřelování inflačního cíle než jeho přestřelování, o čemž svědčí záporná odchylka za sledované období. Výjimkou byly pouze roky 2008, kdy se projevilo zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví a reformy českých veřejných financí (změny nepřímých daní), a 2012, kdy došlo k uplatnění zvýšené sazby DPH a k vyššímu než očekávanému růstu regulovaných cen, zejména pak cen zemního plynu a regulovaného nájemného. Rok 2001 byla také výjimkou, nicméně se jedná o údaj v čisté inflaci a ta tehdy byla ovlivněna zejména cenovým vývojem potravin, nápojů a tabáku.

Ze sledovaných výsledků lze usoudit, že ČNB byla v rámci měnové politiky přísnější, než bylo nutné z pohledu výsledné inflace. V souvislosti s tím, že ve většině sledovaných let byla inflace pod stanoveným inflačním cílem, lze vyvodit asymetrický přístup ČNB k plnění inflačního cíle.

Kdyby se jako směrodatná brala MPI, hodnocení o asymetričnosti směrem k přísnější MPI by s ohledem na výsledek -0,29 (viz. tabulka č. X) bylo ještě zesíleno.

Tabulka 7: Odchylky od stanoveného inflačního cíle v letech 1998-2006

(1998-2001 a 2005 cíle stanovené v čisté inflaci, 2002-2004 a 2006-2016 cíle stanovené v celkové inflaci)

ROK[237]	IC %	TP	SKUTEČNOST %[238]	ODCHYLKA OD IC %	ODYCHYLKA OD TP %
1998	6	+/- 0,5 p. b.	5,6	-0,4	0
1999	4,5	+/- 0,5 p. b.	0,0	-4,5	-4,0
2000	4,5	+/- 1 p. b.	2,6	-1,9	-0,9
2001	3	+/- 1 p. b.	3,3	**0,3**	0
2002	3,75	+/- 1 p. b.	1,8	-1,95	-0,95
2003	3,5	+/- 1 p. b.	0,1	-3,4	-2,4
2004	3,25	+/- 1 p. b.	2,8	-0,45	0
2005	2	+/- 1 p. b.	0,03	-1,97	-0,97
2006	3	+/- 1 p. b.	2,5	-0,5	0
2007	3	+/- 1 p. b.	2,8	-0,2	0
2008	3	+/- 1 p. b.	6,3	**3,3**	**2,3**
2009	3	+/- 1 p. b.	1,0	-2,0	-1
2010	2	+/- 1 p. b.	1,5	-0,5	0
2011	2	+/- 1 p. b.	1,9	-0,1	0
2012	2	+/- 1 p. b.	3,3	**1,3**	**0,3**
2013	2	+/- 1 p. b.	1,4	-0,6	0
2014	2	+/- 1 p. b.	0,4	-1,6	-0,6
2015	2	+/- 1 p. b.	0,3	-1,7	-0,7
2016	2	+/- 1 p. b.	0,7	-1,3	-0,3
CELKOVÁ ODCHYLKA %[239]				**27,37**	**14,42**
PRŮMĚRNÁ ODCHYLKA ZA SLEDOVANÉ OBDOBÍ %[240]				**1,44**	**0,76**
CELKOVÁ ODCHYLKA %				**-18,7**	**-9,22**
PRŮMĚRNÁ ODCHYLKA ZA SLEDOVANÉ OBDOBÍ %				**-0,96**	**-0,49**

Zdroj: *ČNB[241], ČSÚ, Hlavní makroekonomické ukazatele, vlastní zpracování*

Započte-li se inflační cíl pro rok 2005 v čisté inflaci, pak je průměrná odchylka nepatrně vyšší a to o 0,05 p. b., a tedy nehraje natolik významnou roli.

[237] V období 2002-2005 byl pro srozumitelnost a konzistentnost jako inflační cíl pro každý jednotlivý rok zvolen střed stanoveného cílového pásma, jehož začátek byl 3-5 % a konec 2-4 %.

[238] Míra čisté inflace v %, r/r, průměr pro období 1998-2001 a 2005, míra celkové inflace v %, r/r, průměr pro období 2002-2004 a 2006-2016.

[239] Počítáno v absolutní hodnotě.

[240] Délka sledovaného období je 19 let.

[241] Zpráva o inflaci leden/2002, Zpráva o inflaci leden/2007, Cílování inflace v ČR.

9.4 Důvěra v ČNB[242]

V režimu cílování inflace, ke kterému přešla ČNB počínaje rokem 1998, zastává významnou roli komunikace CB s veřejností. Základním a stavebním kamenem této komunikace jsou pak Zprávy o inflaci, které jsou vydávány pravidelně každé čtvrtletí. Každá takováto zpráva obsahuje popis nové čtvrtletní makroekonomické prognózy ČNB a hodnocení uplynulého měnového a hospodářského vývoje.

Základním přesvědčením ČNB je důvěra finančních trhů, ratingových agentur a veřejnosti, neboť jedině důvěryhodná měnová politika dokáže efektivně ovlivňovat inflační očekávání, a tedy minimalizovat náklady při zabezpečování jejího hlavního cíle, udržování cenové stability. Smyslem pravidelného vydávání čtvrtletních Zpráv o inflaci je proto snaha ČNB, učinit její činnost transparentní, srozumitelnou, předvídatelnou, a v důsledku toho důvěryhodnou.

MMF letos zveřejnil článek *Český zázrak: Inflační cílování v ČNB*, kde je popsána zkušenost ČNB s režimem cílování inflace od jeho zavedení v roce 1998 až po současnost, s důrazem na její transparentní komunikaci vůči veřejnosti. Jak píší samotní autoři, zkušenost ČNB je úspěšným příkladem, jak vybudovat důvěru v měnovou politiku a může sloužit jako užitečný vzor pro další centrální banky.[243] Spoluautor textu Tibor Hlédik z měnové sekce ČNB dále komentuje, že kouzlo tkví v tom, že *„ČNB poskytuje sadu informací, které většina centrálních bank stále neposkytuje.“*[244]. V rámci toho je také důležité zmínit, že se od konce 90. let v ČNB vystřídala řada skvělých ekonomů, kteří přispěli k rozvoji prognostických modelů, dále je důležité neopomenout podporu od minulých bankovních rad, způsob spolupráce mezi sektorovými a modelovými experty, díky čemuž je možno využít všech znalostí a zapracovat je do integrované verze prognózy, která dělá většině CB problém. Díky tomuto se může ČR pyšnit nízkými inflačními hodnotami, typickými pro západní země. Výhoda rychlé desinflace, která byla řadou CB z počátku kritizována, se následně promítla do nízkých úrokových sazeb, díky čemuž ČR netrpěla nedostatkem zahraničních úvěrů, jako tomu bylo např. v případě Maďarska a Slovenska.

---

[242] HLÉDIK. *ČNB patří mezi nejtransparentnější centrální banky na světě* [online]. 24.5.2017 [citace: 9.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/vlog_cnb/2017/20170517_hledik.html.

[243] CLINTON, K., HLÉDIK, T., HOLUB, T., LAXTON, D., WANG, H. (2017)

[244] HLÉDIK. *ČNB patří mezi nejtransparentnější centrální banky na světě* [online]. 24.5.2017 [citace: 9.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/vlog_cnb/2017/20170517_hledik.html.

Specifičnost transparentnosti komunikace s veřejností tkví u ČNB v tom, že je nejen pasivním, ale i aktivním hráčem v ekonomice. ČNB interpretuje nejen současnou situaci, ale taky předkládá veřejnosti budoucí vývoj úrokových sazeb a měnového kurzu (viz. pravidelné zveřejňování detailních prognóz).

Na obrázku 31 níže je možno vidět, jak se v období 1998-2010 vyvíjel index transparentnosti ČNB, který dle hodnocení MMF[245] ČNB dosáhl téměř maximálních hodnot v roce 2015 v důsledku prohloubení zveřejňovaných prognóz (podrobnější členění) a zavedení řady institucionálních kroků k tomu, aby byla veřejnost informována lepším způsobem (viz. tiskové konference guvernéra ČNB po jednáních bankovní rady, zveřejňování hlasování bankovní rady ČNB a pravidelná komunikace s analytiky, díky čemuž může být komunikace efektivně cílena z hlediska cílových skupin).

Obrázek 31: Vývoj indexu transparentnosti CB v období 1998-2010[246]

(hodnota indexu transparentnosti CB 0-15)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Western Asia	2.2	2.3	2.5	2.9	3.2	3.3	3.4	3.5	3.9	4.1	4.2	4.2	4.3
Armenia	4	4	4	4	4	4	4	4	7.5	7.5	7.5	7.5	8.5
Azerbaijan	1	1	1	3	3	3	3	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Bahrain	3	3	3	3	3	3	3	3.5	3.5	4	4	4	4
Cyprus	2.5	3.5	3.5	4.5	7	7	7.5	7.5	7.5	7.5	-	-	-
Georgia	3	3	3	3	3	4	4	4	4.5	5.5	6.5	7.5	7.5
Iraq	2	2	2	2	2	2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
Israel	5.5	7	7.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	10	10	11	11	11.5
Jordan	1	1	1	1	1	1	1.5	2	2	2.5	2.5	2.5	1.5
Kuwait	2	2	2	2	2	2	2	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
Lebanon	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
Oman	1.5	1.5	2	2	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	3	3	3
Qatar	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3.5	3.5	3.5	3.5
Saudi Arabia	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	2	2
Syria	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
Turkey	3	2	4	5.5	8.5	8.5	8.5	8.5	10	10	10	10	10
United Arab Emirates	2	2	2	2	2	2	2	2	2	3	3	3	3
Yemen	1	1	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
EUROPE	5.3	5.6	6.0	6.4	7.0	7.4	7.7	7.8	8.0	8.1	8.1	8.3	8.4
Eastern Europe	3.5	4.0	4.4	4.7	5.6	5.7	6.3	6.6	7.1	7.2	7.3	7.3	7.6
Belarus	1.5	3.5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Bulgaria	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
Czech Republic	8.5	9.5	9.5	9.5	10	11	11.5	11.5	11.5	11.5	12	12	12
Hungary	3.5	3.5	5.5	6.5	9	9	9	10.5	11	12	13.5	13.5	13.5
Poland	3	5	5	6.5	6.5	6.5	7	8	9	10	9	9	9
Republic of Moldova	5	5	5	6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	7	7	8
Romania	1.5	1.5	1.5	1.5	4.5	4.5	7	7	7.5	7.5	7.5	7.5	7.5
Russian Federation	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	3	3	3	3	3	3	3
Slovakia	4	4	4.5	3.5	5.5	5.5	5.5	6	8	-	-	-	-
Ukraine	2	2	2	2	3	3	3	3	3.5	3.5	3.5	3.5	5

Zdroj: *DINCER, EICHENGREEN (2014)*

[245] HLÉDIK. *ČNB patří mezi nejtransparentnější centrální banky na světě* [online]. 24.5.2017 [citace: 9.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/vlog_cnb/2017/20170517_hledik.html.

[246] Veřejně dostupné údaje tohoto indexu jsou pouze do roku 2010.

Roku 2015 ČNB získala i prestižní ocenění Central Banking Transparency Award. Tuto cenu udělilo vydavatelství Central Banking Publications ČNB za otevřenost a využití nových nástrojů v komunikaci.[247]

Na vysokou úroveň transparentnosti je kladen značný důraz zejména z toho důvodu, že je komunikován očekávaný vývoj úrokových sazeb, což má vliv na výnosovou křivku na finančním trhu, čímž ČNB může a také ve valné většině svého působení ovlivňuje inflační očekávání ekonomických subjektů.

Komunikace CB s veřejností tedy hraje důležitou roli, avšak nestačí pouze publikovat a zveřejňovat prognózy a očekávaný vývoj úrokových sazeb. Pečlivě jsou také sledována vyjádření jednotlivých členů bankovní rady týkající se prognózou naznačené trajektorie.

[248]V rámci této podkapitoly je dobré zmínit i samotnou problematiku používání nekonvenčních měnově-politických nástrojů, jako je kvantitativní uvolňování či právě kurzové intervence. Dle studie Claudia Boria a Anny Zabai se právě tyto tzv. nekonvenční nástroje měnové politiky, jež byly adoptovány s příchodem finanční krize (2012-2015), během posledních pár let stávají běžně uplatňovanými nástroji.

[249]Tato studie upozorňuje na spojení nekonvenční měnové politiky a klesajících výnosů. Poměr mezi výnosy a náklady se totiž postupem času mění ku prospěchu nákladů. Nemluvě o problémech spojených s exitem z těchto politik. Autoři této studie tak upozorňují, že ačkoliv se užitek může zdát z krátkodobého hlediska dostatečný, v delším období mohou převládnout spíše škody. V rámci používání těchto nástrojů si CB také zmenšují svůj manévrovací prostor, a v důsledku i schopnost vypořádat se s následující recesí, která je časem nevyhnutelná. Celkový tlak na používání stále více experimentálnějších opatření, v nejlepším případě nepředvídatelných, v nejhorším pak nebezpečných, se může v jistém bodě stát příliš silným. V celkovém důsledku pak může být zpochybněna právě důvěryhodnost a legitimita CB.

[250]Zajímavý je i pohled autorů, jež upozorňuje na fakt, že rostoucí spoléhání na nekonvenční politiku není ani tak příčinou, jako důsledkem hlubších chybových linek. Jednou ze zmíněných linií je povaha recese a následné zotavení, které přineslo finanční

---

[247] ČNB. *ČNB získala prestižní ocenění za otevřenost v komunikaci* [online]. 12.1.2015 [citace: 13.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2015/20150112_oceneni.html.

[248] BORIO, ZABAI (2016)

[249] BORIO, ZABAI (2016)

[250] BORIO, ZABAI (2016)

krizi. Další je pak nevyvážená kombinace pokrizových politik, jež zanechala měnovou politiku nést většinu zátěže, či síly, které tvrdohlavě udržovaly inflaci nízkou a pod stanovým inflačním cílem – síly, které nejsou prozatím plně pochopeny a drasticky zúžily možnosti CB. V neposlední řadě je dobré zmínit i pravděpodobně méně než plně adekvátní rámec (charakter) současné měnové politiky CB – rámec zaměřený na krátkodobou kontrolu inflace, což je v rozporu s udržováním finanční stability, navzdory potenciálním obrovským makroekonomickým nákladům.

9.5 Predikce

Prognózy tvoří v režimu inflačního cílování velmi důležitý element. Vzhledem k vpředhledícnosti měnové politiky se její rozhodování zakládá do velké míry na predikcích vývoje inflace a dalších makroekonomických veličin. Kvalitní predikce tak mohou přispět k naplňování cílů měnové politiky.

Kvalitu predikcí nebo predikčního aparátu lze hodnotit různými způsoby. Lze se například zaměřit na obecné metodologické aspekty, ověření kalibrace predikčních modelů, optimální kombinaci predikcí pocházejících z různých modelů, nebo na statistické vyhodnocení predikční schopnosti modelů.[251]

V této práci hrají predikce ČNB významnou roli. Díky prognózám z minulých let je možno vidět, jak se prognózy ČNB shodují s výslednou inflací. Jak bylo možné pozorovat, ve sledovaném období byly prognózy mimo zejména v krizových období. Bez složitých výpočtů lze i vizuálně, viz. Kapitola 7[252], pozorovat výrazné odchýlení prognóz od výsledné inflace.

V roce 2005 šlo o výrazné odchýlení prognózy od výsledné inflace v důsledku oddálení změn nepřímých daní, výrazně vyššího růstu regulovaných cen, zejména v oblasti zdravotnictví, pošty a telekomunikace, a cen PH. Znatelný byl i vliv zahraničních faktorů, jako nižší zahraniční poptávka či úrokové sazby, které působily značně protiinflačně.

[251] PAGAN, Adrian. *Report on Modelling and Forecasting at the Bank of England* [online]. 2003 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=707049.

[252] V této podkapitole je odkazováno pouze na Kapitolu 7, tj. období 2005-2016, neboť pro toto období jsou veřejně dohledatelné prognózy.

V roce 2006 se výsledná inflace vyvíjela víceméně dle prognózy až na 4. čtvrtletí, kdy ČNB nepředpokládala tak silnou apreciaci domácí měny, a tak vysoký růst regulovaných cen. V důsledku toho došlo v tomto čtvrtletí k významnému odchýlení.

Období 2007-2009 bylo ovlivněno zejména světovou finanční krizí, která zapříčinila světový propad reálných ekonomik. V tomto období výslednou inflaci od prognóz oddaloval zejména vliv nepřímých daní, které ale ČNB standardně výjimkuje, dále vliv regulovaných cen, viz. reformní opatření ve zdravotnictví v roce 2008 a ceny pohonných hmot a energií.

Od roku 2010, s přechodem na nový 2% inflační cíl, lze spatřit v prognózách jisté zlepšení. Během let 2010-2012 se tak výsledná inflace vyvíjela víceméně dle prognóz ČNB.

Od roku 2013 je možné opět vidět nesoulad mezi prognózami a výslednou inflací. Zejména v tomto období jsou vidět příliš vysoká očekávání ČNB v souvislosti s kurzovým závazkem, který měl inflaci rychle dostat poblíž inflačního cíle. Vzhledem k tomu, že se pokles inflace týkal nejen ČR, ale i ostatních států EU, bylo pro ČR, malou otevřenou ekonomiku, těžké se s těmito protiinflačními tlaky vyrovnat. V té době již ČNB neměla možnost využít svůj základní měnově-politický nástroj úrokové sazby, které v období devizových intervencí byly na technické nule. Nesoulad mezi prognózami a výslednou inflací byl znatelný až do konce sledovaného období, tj. roku 2016. Velký vliv měly také regulované ceny, které právě v tomto období (zejména 2014-2015) táhly inflaci významně směrem dolů. V souvislosti s tím je nutné položit otázku, proč ČNB nevýjimkuje i vliv regulovaných cen a proč u vlivu nepřímých daní výjimkuje pouze změny daní směrem nahoru.

V souhrnu lze konstatovat, že se predikce ČNB ve většině let v rámci sledovaného období 2005-2016 trendově nebyly schopny trefit (8:4) do vývoje výsledné inflace. Přesné zdůvodnění těchto odchylek není v této práci rozebíráno, neboť jde o téma hodné samostatné práce a ČNB podrobnou analýzu nezveřejňuje.

Závěr

Cílem práce bylo ověřit, zda se ČNB v období 1998-2016 při naplňování svého základního mandátu – cenové stability – chovala symetricky, a zda na hodnocení symetrického přístupu mělo vliv rozhodnutí o použití kurzového závazku z roku 2013. Dále byla ověřena vhodnost zavedení kurzového závazku s ohledem na jeho případné vedlejší efekty.

Výrazné změny výše a struktury sazeb nepřímých daní jsou specifickým typem exogenních šoků. Od doby přechodu k cílování celkové inflace jsou proto skokové úpravy nepřímých daní součástí okruhu důvodů, které mohou vést k uplatnění výjimky z plnění inflačního cíle. Vzhledem k tomu, že prognózy inflace mohou mít velký vliv změny nepřímých daní, využívá ČNB institut výjimek z plnění inflačního cíle, aby vyloučila primární dopad těchto změn. V praxi od prognózy z července 2003, kdy byl vliv daní poprvé významný, je primární dopad z celkové inflace odečítán, a ČNB reaguje na odchylku takto očištěné inflace od cíle, resp. se orientuje na splnění inflačního cíle pro takto očištěnou inflaci, tj. měnově-politickou inflaci.

Vyhodnocení výjimkování z plnění inflačního cílování je složité, neboť ČNB bere v rámci měnové politiky v úvahu pouze vliv nepřímých daní, zatímco vliv regulovaných cen není brán v potaz, přestože může mít mnohdy větší dopad než změna nepřímých daní.

Zde je možné odkázat na krizové roky 2014 a 2015, kde byl pozorovatelný vliv právě regulovaných cen, které významně tlačily celkovou inflaci směrem dolů. Šlo zejména o zrušení zdravotních poplatků v obou letech, a snížení telekomunikačních poplatků v důsledku změn mobilních tarifů (v roce 2013 zavedení neomezených tarifů) a snížení cen energií v roce 2014.

ČNB tedy v období cílování inflace (2003-2016) využila výjimkování pouze v souvislosti se změnami nepřímých daní. Nejvýznamnější změny proběhly v letech 2008, 2010 a 2012, kdy vliv nepřímých daní na výslednou inflaci překročil hladinu 1 p. b.

V součtu celkový vliv nepřímých daní vyšel -0,29 p. b., v důsledku čehož má použití měnově-politické inflace na hodnocení symetrie ČNB zanedbatelný význam. Kdyby se brala jako směrodatná MPI, hodnocení o asymetričnosti směrem k přísnější MPI by s ohledem na záporný výsledek -0,29 p. b. bylo ještě zesíleno.

Zhodnotí-li se plnění inflačního cíle[253] (počítáno v absolutní hodnotě), za sledované období 1998-2016 činí průměrná odchylka od inflačního cíle přibližně 1,39 %, od tolerančního pásma 0,71 %. Bere-li se v úvahu, že hodnota tolerančního pásma ve sledovaném období činila +/- 1 p. b., je průměrná odchylka významná.

Součet odchylek výsledné inflace od stanoveného inflačního cíle za jednotlivá léta ve sledovaném období 1998-2016 pak poukazuje na fakt, že v období cílování inflace lze spatřit jistou shodnost v asymetrii odchylek, které ve většině let směřují směrem dolů. Pro ČNB je tudíž typické spíše podstřelování inflačního cíle než jeho přestřelování, o čemž svědčí výrazná záporná odchylka za sledované období. Výjimkou byly pouze roky 2008, kdy se naplno projevily úpravy nepřímých daní, a 2012, kdy došlo ke zvýšení sazby DPH a k vyššímu než očekávanému růstu regulovaných cen, zejména pak cen zemního plynu a regulovaného nájemného.

Z provedeného výzkumu lze vyvodit závěr, že ČNB byla v rámci měnové politiky přísnější, než bylo nutné z pohledu výsledné inflace. V souvislosti s tím, že ve většině sledovaných let byla ČNB pod stanoveným inflačním cílem, lze také vyvodit, že je v rámci měnové politiky asymetrická v rozhodování.

Prognózy CB hrají v režimu inflačního cílování velmi důležitou roli. Vzhledem k vpředhledícnosti měnové politiky se její rozhodování zakládá do velké míry na predikcích vývoje inflace a dalších makroekonomických veličin. Kvalitní predikce tak mohou přispět k naplňování cílů měnové politiky.

Využitím prognóz z minulých let je možno hodnotit, na kolik se prognózy ČNB shodují s výslednou inflací. Jak bylo možné pozorovat, ve sledovaném období byly odchylky prognóz od výsledné inflace významné zejména v krizových období. I bez složitých výpočtů lze vizuálně (viz. Kapitola 7) pozorovat toto výrazné odchýlení.

Prvním krizovým obdobím byla léta 2007-2009, která byla ovlivněna zejména světovou finanční krizí, která zapříčinila světový propad reálných ekonomik. V tomto období výslednou inflaci od prognóz oddaloval zejména vliv nepřímých daní, které ale ČNB standardně výjimkuje, dále vliv regulovaných cen, viz. reformní opatření ve zdravotnictví v roce 2008 a ceny pohonných hmot a energií.

[253] Počítáno s inflačním cílem pro rok 2005 stanoveným v celkové inflaci.

Od roku 2010, s přechodem na nový 2% inflační cíl, došlo v prognózách ke krátkodobému zlepšení. Během let 2010-2012 se výsledná inflace vyvíjela víceméně dle prognóz ČNB.

S příchodem další krize roku 2013 se opět výrazně zvětšila odchylka mezi prognózami a výslednou inflací. V tomto období byla očekávání ČNB v souvislosti s použitím kurzového závazku příliš vysoká. Ten měl inflaci rychle dostat poblíž 2% inflačního cíle. Vzhledem k tomu, že se pokles inflace týkal nejen ČR, ale i ostatních států EU, bylo pro ČR, malou otevřenou ekonomiku, těžké těmto protiinflačním tlakům odolávat. V té době již ČNB neměla možnost využít svůj základní měnově-politický nástroj úrokové sazby, které byly na technické nule. Nesoulad mezi prognózami a výslednou inflací byl znatelný až do konce sledovaného období, tj. roku 2016. Velký vliv měly zejména regulované ceny, které právě v tomto období (zejména 2014-2015) táhly inflaci významně směrem dolů. V souvislosti s tím je nutné položit si dvě otázky: proč ČNB výjimkovala vždy pouze vliv nepřímých daní, nikoliv vliv regulovaných cen, a proč ČNB výjimkovala u vlivu nepřímých daní pouze změny daní směrem nahoru. Chování ČNB v rámci sledovaného období lze tedy označit za asymetrické.

V souhrnu lze konstatovat, že se predikce ČNB ve většině let v rámci sledovaného období 2005-2016 trendově nebyly schopny trefit (8:4) do vývoje výsledné inflace. Přesné zdůvodnění těchto odchylek není v této práci rozebíráno, neboť jde o téma hodné samostatné práce a ČNB podrobnou analýzu nezveřejňuje.

Hodnocení ČNB z hlediska zavedení kurzového závazku je složité, neboť se reálné důsledky projeví až v dlouhodobém horizontu. Z krátkodobého pohledu devizové intervence mohly české ekonomice pomoci, z dlouhodobého hlediska však toto nelze s určitostí posoudit. V důsledku kurzových intervencí se totiž na trhu objevilo obrovské množství likvidity, která tlačí ceny nahoru a nikdo teď nedokáže s jistotou říci, jaký bude další vývoj, zda nevytváří nové bubliny.

V souvislosti se zavedením kurzového závazku v důsledku snížení základních úrokových sazeb na technickou nulu se objevuje i otázka, zda toto snížení bylo správným rozhodnutím v souvislosti s nesouladem fiskální a měnové politiky, který tehdy panoval. Tehdejší opatření vlády ke konsolidaci veřejných financí z části negovalo snahu ČNB o uvolnění měnových podmínek, když růst daní brzdil domácí poptávku, což napomohlo k prohloubení cyklického útlumu ekonomiky. ČNB postupným snižováním základních

úrokových sazeb vyčerpala svůj základní měnově-politický nástroj, a nemohla tak efektivně ovlivňovat inflaci v následujících letech.

Dle teorie absorpce se výkonová bilance může zlepšit v důsledku znehodnocení domácí měny jen tehdy, když se ekonomika pohybuje pod úrovní potenciálního produktu, a má tak prostor pro zrychlení tempa reálného růstu. V momentě zahájení devizových intervencí se česká ekonomika pohybovala v důsledku přetrvávající recese pod úrovní potenciálního produktu, a tak dle této teorie měly být devizové intervence účinné ve smyslu oživení ekonomiky.

Je však důležité si uvědomit, že ekonomika není postaven jen na jednom silném opatření. Ekonomika je složitější, než aby se opřela jen o jedno měnově-politické rozhodnutí. Není tedy divu, že kurzové opatření mělo na obrat ekonomiky spíše minoritní než majoritní úspěch. Dle analýzy sledovaného období víme, že ke změně trendu u HDP došlo již od 1. čtvrtletí roku 2013. Lze vyvodit, že ekonomický růst nemohl být výsledkem hlavně kurzových intervencí, neboť započal o zhruba 2-3 čtvrtletí dříve, než byl kurzový závazek vůbec zaveden.

V průběhu roku 2014 již samozřejmě nelze vyloučit vliv kurzového závazku na růst HDP, avšak v průběhu roku 2013 by k potlačení předpokládaných deflačních tendencí musely stačit již samotné slovní intervence, které byly patrné ze strany ČNB již v průběhu roku 2012. Dle vývoje růstu HDP v letech 2011-2016 lze však v souhrnu usoudit, že byl růst HDP zejména důsledkem změny ekonomického cyklu.

ČNB svými kroky ovlivňuje inflační očekávání spotřebitelů, a tím pádem i spotřebu a ekonomickou aktivitu. V souvislost se zavedením kurzového závazku je zajímavé, že došlo i k narušení pozitivního trendu důvěry spotřebitelů, který byl pozorovatelný už od 2. čtvrtletí roku 2012. Vyvstává zde otázka, zda by bez zásahu ČNB nebyl růst rychlejší.

Transmise měnové politiky v režimu používání kurzu je rychlejší, než je tomu v případě úrokových sazeb. Kdyby tedy bylo využití kurzového závazku natolik oprávněné, jak ČNB tvrdila, a následně i správně nastavené, měla být míra inflace na svém inflačním cíli nejpozději koncem roku 2014, což se ale nestalo. Další prodlužování kurzového závazku a oddalování exitu s ohledem na další roky, však nemělo na inflaci již takový dopad, jako by tomu mohlo být v případě využívání základních úrokových sazeb.

V souhrnu lze soudit, že rozhodnutí o použití kurzového závazku mělo vliv na hodnocení symetrického přístupu ČNB. Šlo o nekonvenční měnově-politický nástroj, jehož užití je určeno zejména pro krátké období v souvislosti s klesající účinností, nikoliv však dlouhé, jako tomu bylo v případě ČR, v důsledku oddalování exitu z kurzového závazku. S ohledem na to, že vyhodnocením výsledné inflace se dospělo k závěru, že CB byla přísnější, než bylo potřebné, zavedení kurzového závazku znamenalo uvolnění měnových podmínek. Z pohledu pouhé symetričnosti proto zavedení kurzového závazku znamenalo pozitivní krok.

Při hodnocení kurzového závazku se poměr mezi výnosy a náklady postupem času mění ku prospěchu nákladů. Nemluvě o problémech spojených s exitem z této politiky. Ačkoliv se tedy užitek může z krátkodobého hlediska projevit, v delším období mohou převládnout spíše negativa.

Celkový tlak na používání stále více experimentálnějších opatření, v nejlepším případě nepředvídatelných, v nejhorším pak nebezpečných, se může v jistém bodě stát příliš silným. CB svým přístupem negovala procyklické působení fiskální politiky s využitím nekonvečních přístupů. Tento „experiment“ může být velice nebezpečný právě pro CB, neboť se jí nepodařilo plnit své cíle. Při jakémkoliv opakování může být zpochybněna její důvěryhodnost.

Aktuální spoléhání na nekonvenční politiku není ani tak příčinou, jako důsledkem hlubších chybových linek. Za jednu z takových linií může být považována povaha recese a její následné zotavení, které přineslo finanční krizi. Další je pak možné zmínit nevyváženou kombinaci pokrizových politik, jež zanechala měnovou politiku nést většinu zátěže, či síly, které tvrdohlavě udržovaly inflaci nízkou a pod stanovým inflačním cílem – síly, které nejsou prozatím plně pochopeny a drasticky zúžily možnosti CB. Měnově-politické autority se při snaze o naplnění cíle dostaly na technickou nulu úrokových sazeb a začaly využívat další nekonvenční nástroje. Je-li tento stav dlouhodobý, hrozí riziko, že se CB dostávají do rozporu s dalšími úkoly, zejména udržováním finanční stability a potenciálním vytvářením bublin na akciovém, či dluhopisovém trhu, nebo trhu s nemovitostmi.

V souvislost se zavedením kurzového závazku je vhodné zmínit i jeho vedlejší efekty. Jedním z nich je právě obrovské množství devizových rezerv, které je drženo zejména v hlavních světových měnách.

České devizové rezervy výrazně převyšují požadavky Guidotti-Greenspanova pravidla. Zatímco v březnu roku 2017 byla korunová protihodnota celkového krátkodobého vnějšího zadlužení ČR 1.217 mld. Kč, k témuž datu představovaly české devizové rezervy hodnotu cca 3.323 mld. Kč, což je téměř trojnásobek. Kdyby se tedy ČR potýkala při opuštění kurzového závazku s 30% apreciací měny, stejně jako tomu bylo v případě Slovenské republiky, znamenalo by to pro ČR ztrátu v hodnotě převyšující 1.100 mld. Kč. V opačném případě, při dodržování Guidotti-Greenspanova pravidla, by však apreciace vedla ke ztrátám třetinovým, tedy cca k 350 mld. Kč.

Hodnotí-li se přiměřenost DR pomocí rozdílu objemu DR a měsíčního objemu dovozu, vychází počet měsíců, po které by měly být DR schopny dovoz financovat. Obecným pravidlem je, že by se měly DR rovnat 3-4 měsícům dovozu. V případě ČNB se však objem DR z března roku 2017 rovnal necelým 11 měsíců dovozu. I dle překročení tohoto doporučení lze usoudit, že byly a stále jsou DR ČR značně předimenzované.

ČNB drží devizové rezervy nejen v hlavních světových měnách, ale také ve formě dluhopisů a akcií. Vzhledem k tomu, že je v tomto případě CB účastníkem kapitálového trhu a cenné papíry nepředstavují vhodný instrument, může to pro ni znamenat rizika.

1. CB nemá dostatečné informace o instrumentech a subjektech, do kterých na kapitálovém trhu investuje, v důsledku čehož nemá jistotu výnosu.
2. CB investuje zejména do akciových indexů, které jsou cyklické, což pro ni v budoucnosti může znamenat ztráty.
3. V době potřeby prodeje držených cenných papírů může být na trhu nedostatečná poptávka, což opět může vést k vysokým ztrátám.

Na druhé straně ČNB drží poměrově malé množství zlata, kterého se z velké části zbavila v letech 1997-1998. Podnikla tak v rámci hodnocení jeho likvidity, bezpečnosti a výnosnosti, které tehdy přestalo vyhovovat potřebám ČNB. V těchto letech odprodala cca 80 % všech svých zlatých rezerv. Z celkového množství 56 tun ji tak zbylo pouhých 14 tun. Objemy zlata se neustále snižují, k listopadu roku 2017 ČNB vlastnila už jen 9,33 tun zlata.

Je však dobré si uvědomit, že jestliže ČNB v současnosti prezentuje, že vyšší DR se mohou v budoucnosti hodit a není jich nikdy na škodu, jako tomu bylo prokázáno v případě transformace. V dobách opravdu špatných se dá očekávat, že jedinou uznávanou komoditou bude právě zlato, jehož zásoby se v případě ČNB pomalu, ale jistě

blíží nule. Není tedy divu, že se valná většina CB již od roku 2010 snaží hromadit zásoby vzácných kovů.

Rozmach používání nekonvenčních měnově-politických nástrojů, jako jsou snižování a držení nulových, či v některých případech negativních, úrokových sazeb, kvantitativní uvolňování či devizové intervence, nelze však zatím z dlouhodobého hlediska úspěšně vyhodnotit. Jedno je ale jisté, bylo vyemitováno obrovské množství peněz, které celosvětově hledají investiční příležitosti a zvyšují rizika vytváření bublin.

Po mnoholetém úsilí s využitím široké sady nekonvenčních nástrojů se v Evropě ani nepodařilo dostat inflaci k cíli. Při opakování období krize je v pochybnostech, zda budou CB schopny se se svými úkoly v měnové a stabilizační oblasti vyrovnat.

S plánovým exitem z kurzového závazku se objevila i možnost přechodu ČR na euro. To však pro ČNB znamenalo, že by musela veškeré své závazky vyměnit za eura jednorázově a v takovém kurzu, na jehož úroveň by měla malý vliv, neboť hodnotu vstupního kurzu do Eurozóny určuje po ověření tržního kurzu Evropská komise společně s ECB. S ohledem na příkladu Slovenské republiky, u níž od podání žádosti došlo ke 30% posílení měny, by to v případě ČR znamenalo ztrátu více než 1,5 bil. Kč. ČNB byla již v minulých letech, ještě před zahájením devizových intervencí, opakovaně napadána v Konvergenčních zprávách ECB kvůli záporné výši vlastního kapitálu, která prý může nepříznivě ovlivnit schopnost CB plnit své úkoly. V důsledku devizových intervencí je již opět ČNB v kumulativních záporných hodnotách – k 30.11.2017 ztráta za účetní období činí - 243.882 mil. Kč, přičemž základní kapitál a rezervní fondy pouhých 61.480 mil. Kč.

Za zmínku stojí i výplaty dividend do zahraničí, u nichž ČNB očekávala v souvislosti se zavedením kurzového závazku během krize (zejména 2014-2015) výrazné snížení. Kurzový závazek měl tak podnikům přinést více peněz, které mohly být využity ke zvýšení mezd, a v důsledku ke zvýšení poptávkové inflace a oživení české ekonomiky. Jak bylo ale možné pozorovat, odliv dividend se již od roku 2012 držel poblíž stejné hranice, a tedy 5 % v poměru k HDP ČR. Nadnárodní koncerny, jež v důsledku kurzových intervencí zinkasovaly jakousi „prémii“, tuto odměnu přerozdělily svým vlastníkům, nikoliv zaměstnancům.

Zajímavým tématem je i samotná Novela zákona o ČNB, která se týká zejména sazeb hypotečních úvěrů. Právě tato novela byla z velké části vyvolána politikou ČNB, která ve snaze naplnit 2% inflační cíl přistoupila k méně standardnímu režimu kurzového

závazku (v souvislosti s následováním ostatních CB) při téměř nulových sazbách, které vyvolaly velký zájem o hypotéky za „nízké sazby“. Nyní varuje před realitní bublinou, kterou chce tlumit regulací, což je již netržní nástroj. Ve své podstatě to znamená, že ČNB v tuto chvíli nemá důvěru ve správu jednotlivých finančních institucí. Ve svém důsledku případné přijetí takovéto novely bude znamenat vyloučení části populace z možnosti pořídit si přiměřeně rozumné bydlení.

Závěrem je vhodné zmínit, že MMF postup ČNB (použití kurzového závazku) je hodnotí kladně, avšak je důležité si uvědomit, že názory nadnárodních organizací nelze vždy považovat za optimální. Vezme-li se v úvahu např. devalvace české koruny během transformačního období, tehdy bylo možné slyšet celou řadu doporučení právě ze strany MMF týkající se větší než konečné devalvace. Jak bylo možné s časovým odstupem od transformace vidět, rozhodnutí Václava Klause o menší míře devalvace bylo tehdy rozumným řešením.

Ruku v ruce s transparentností CB jde i jejich důvěra, která je prozatím hodnocena řadou indexů, úrovní její nezávislosti, jejím chováním vůči veřejnosti, mírou zveřejňování důležitých informací a dokumentů. Prozatím však nebyl zveřejněn žádný nezávislý výzkum, zabývající se hodnocením dlouhodobého působení CB na ekonomiku dané země. Ačkoliv jsou vedlejší efekty v rámci hodnocení CB důkladně popisovány, neexistuje žádná jednoznačně měřitelná metodika k jejich vyhodnocení.

Opatření během poslední krize (2012-2015) bylo jiného rázu než řešení předchozích krizí. Došlo k využití netradičních měnově-politických nástrojů jako je kvantitativní uvolňování (ECB) či devizové intervence (ČR a Švýcarsko). Výraznější negativní efekty těchto opatření mohou prohloubit diskuzi o omezení přílišné nezávislosti měnový autorit, a tedy CB.

Seznam použitých zkratek

CB – centrální banka

CPI – index spotřebitelských cen

ČNB – Česká národní banka

ČR – Česká republika

ČSÚ – Český statistický úřad

DPH – daň z přidané hodnoty

ECB – European Central Bank (Evropská centrální banka)

HDP – hrubý domácí produkt

IC – inflační cíl

IMF/MMF – International Monetary Fund/Mezinárodní měnový fond

IOFT – inflační očekávání finančního trhu

MPI – měnově-politická inflace

NBČ – Národní banka Československá

SNB – Swiss national bank

TP – toleranční pásmo

Seznam obrázků, grafů, tabulek a vzorců

Seznam obrázků

Obrázek 1: Inflační očekávání v horizontu 3 let v období 2012-2016
Obrázek 2: Skutečná inflace a inflační očekávání v letech 2012-2017
Obrázek 3: Rozvinuté země: Cílování inflace
Obrázek 4: Měnově-politické cíle v režimu cílování inflace
Obrázek 5: Časová zpoždění v měnové politice a hospodářský cyklus
Obrázek 6: Časová zpoždění v měnové politice
Obrázek 7: Základní transmisní mechanismus měnové politiky
Obrázek 8: Systémy měnových kurzů
Obrázek 9: J-křivka
Obrázek 10: Celková světová výše devizových rezerv
Obrázek 11: Světové alokované rezervy dle měny
Obrázek 12: Struktura devizových rezerv ČNB k listopadu roku 2017 v mld. USD
Obrázek 13: Vývoj salda investičních pozic ČR vůči nerezidentům
Obrázek 14: Členění a návaznosti spotřebního koše využívané pro hodnocení inflace ČNB
Obrázek 15: Podíl důchodů z PZI na důchodech z investic (v %, průměr za roky 2012-2014
Obrázek 16: Podíl dividend na důchodech z PZI (v %, průměr za roky 2012-2014
Obrázek 17: Podíl odlivu dividend z PZI na HDP (v %, průměr za roky 2012-2014
Obrázek 18: Porovnání dovozní náročnosti ekonomik zemí EU a vybraných zemí v roce 2012
Obrázek 19: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 1995-1998
Obrázek 20: Struktura meziroční čisté inflace v letech 1995-1998
Obrázek 21: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen 1995-1999
Obrázek 22: Struktura meziroční čisté inflace v letech 1995-1999
Obrázek 23: Struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 1995-2000
Obrázek 24: Struktura meziroční čisté inflace v letech 1995-2000
Obrázek 25: Vývoj čisté inflace a jejích složek v letech 2000-2001
Obrázek 26: Vývoj a struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 2000-2002

Obrázek 27: Vývoj a struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 2001-2003
Obrázek 28: Vývoj a struktura meziročního růstu spotřebitelských cen v letech 2002-2004
Obrázek 29: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2004 (meziroční změny v %)
Obrázek 30: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2005 (meziroční změny v %)
Obrázek 31: Vývoj indexu transparentnosti CB v období 1998-2010

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj úrokových sazeb ČNB
Graf 2: Devizové rezervy ČNB v mil. Kč
Graf 3: Vývoj dovozu ČR v letech 2016-2017 (v mil. Kč, běžné ceny)
Graf 4: Vývoj kurzu CZK/EUR v roce 2017
Graf 5: Vývoj úrokových sazeb vybraných centrálních bank
Graf 6: Saldo indikátoru důvěry spotřebitelů
Graf 7: Vývoj růstu HDP v letech 2006-2016
Graf 8: Vývoj mezd a nezaměstnanosti v ČR
Graf 9: Vývoj růstu nominálních a reálných mezd v ČR
Graf 10: Dovozní náročnost exportu zemí EU v roce 2011[1] (% z celkového hrubého exportu)
Graf 11: Dovozní náročnost exportu zemí EU v roce 2014[1] (% z celkového hrubého exportu
Graf 12: Vývoj míry inflace a růstu HDP v letech 2011-2016
Graf 13: Vývoj inflace v období 1998-2004
Graf 14: Vývoj inflace v roce 2002 (meziroční změna v %)
Graf 15: Vývoj inflace v roce 2003 (meziroční změna v %)
Graf 16: Vývoj inflace v roce 2004 (meziroční změna v %)
Graf 17: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB a celkové inflace v letech 2005-2016
Graf 18: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2005 - míra inflace
Graf 19: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2006 - míra inflace
Graf 20: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2006 (meziroční změny v %)
Graf 21: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2007 - míra inflace
Graf 22: Skutečná inflace vs. prognóza z července roku 2007 (meziroční změny v %)

Graf 23: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2008 - míra inflace
Graf 24: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2008 (meziroční změny v %)
Graf 25: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2009 - míra inflace
Graf 26: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2009 (meziroční změny v %)
Graf 27: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2010 - míra inflace
Graf 28: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2010 (meziroční změny v %)
Graf 29: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2011 - míra inflace
Graf 30: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2011 (meziroční změny v %)
Graf 31: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2012 - míra inflace
Graf 32: Vývoj základních sazeb ČNB v letech 2009-2014
Graf 33: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2012 (meziroční změny v %)
Graf 34: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2013 - míra inflace
Graf 35: Skutečná inflace vs. prognóza z března roku 2013 (meziroční změny v %)
Graf 36: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2014 - míra inflace
Graf 37: Skutečná inflace vs. prognóza ze Zprávy o inflaci III/2014 (meziroční změny v %)
Graf 38: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2015 - míra inflace
Graf 39: Skutečná inflace vs. prognóza ze Zprávy o inflaci III/2015 (meziroční změny v %)
Graf 40: CPI dle klasifikace COICOP pro rok 2016 - míra inflace
Graf 41: Devizové rezervy ČNB v mld. Kč
Graf 42: Devizové rezervy ČNB/HDP v %
Graf 43: Vývoj čisté inflace v rámci plnění stanovených inflačních cílů v letech 1998-2001
Graf 44: Vývoj celkové a čisté inflaci v rámci plnění stanových inflačních cílů v letech 2002-2005
Graf 45: Vývoj celkové inflace v rámci plnění stanovených inflačních cílů v letech 2006-2016

Seznam tabulek

Tabulka 1: Inflační cíle ČNB stanovené v čisté inflaci
Tabulka 2: Cílové pásmo stanovené v celkové inflaci
Tabulka 3: Aktuální nastavení základních úrokových sazeb vyhlašovaných ČNB
Tabulka 4: Odliv dividend do zahraničí v letech 2012-2016
Tabulka 5: Celková hodnota vlivu nepřímých daní na skutečnou inflaci
Tabulka 6: Odchylky od stanoveného inflačního cíle v letech 1998-2016
Tabulka 7: Odchylky od stanoveného inflačního cíle v letech 1998-2006

Seznam vzorců

Vzorec 1: Reálný měnový kurz
Vzorec 2: Směnné relace
Vzorec 3: Směnné relace v jiném tvaru
Vzorec 4: Marshall-Lernerova podmínka

Seznam použitých zdrojů

Literatura

BORIO, Claudio, ZABAI, Anna. *Unconventional monetary policies: a re-appraisal.* BIS Working Papers, No 570, 2016, 43 str. ISSN 1020-0959.

ENGLIŠ, Karel. *Národní hospodářství: (příručka).* 2. vyd. Praha: F. Borový, 1928, 610 str.

FRIEDMAN, Milton. *Have Monetary Policies Failed?* The American Economic Review, Vol. 62, No. ½, 1972, 11-18 str.

FRIEDMAN, Milton: *The Counter-Revolution in Monetary Theory*. IEA Occasional Paper, No. 33, 1970, 14 p.

HELÍSEK, Mojmír. *Makroekonomie: základní kurz.* 2. vyd. Slaný: Melandrium, 2002, 326 str. ISBN 80-86175-25-1.

HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 5. vyd. Praha: C. H. Beck, 2011, 720 str. ISBN 978-80-7400-006-5.

HOLMAN, Robert. *Makroekonomie: středně pokročilý kurz.* 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010, 424 s. ISBN 978-80-7179-861-3.

CLINTON, Kevin, HLÉDIK, Tibor, HOLUB, Tomáš, LAXTON, Douglas, WANG, Hou. *Czech Magic: Implementing Inflation-Forecast Targeting at the CNB.* International Monetary Fund, Stock Number WPIEA2017021, 30.1.2017, 56 p. ISSN 1018-5941.

JANKOVSKÁ, A. *Medzinárodné finance.* 2. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2003, 529 s. ISBN 80-89047-56-4.

JÍLEK, Jaroslav, MORAVOVÁ, Jiřina. *Ekonomické a sociální indikátory*. Praha: Futura Praha, 2007, 246 s. ISBN 978-80-86844-29-9.

JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2004, 742 s. Finance (Grada). ISBN 80-247-0769-1.

KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu hrozbou?*. Vyd. 1. Praha: Institut Václava Klause, 2014, 44 s. ISBN 978-80-87806-04-3.

KLAUS, V., DYBA, K., FÜRSTOVÁ, J., MINČIČ, L., TŘÍSKA, D., WEIGL, J., ZEMAN, K. *25 let české transformace.* Publikace č. 30/2016. Vyd. 1. Praha: Institut Václava Klause, 2016, 159 s. ISBN 978-80-7542-021-3.

KOLEKTIV IVK. *IVK v roce čtvrtém – výběr textů.* Vyd. 1. Praha: Institut Václava Klause, 2017, 244 s. Publikace č. 36/2017. ISBN 978-80-7542-033-6.

KUBIŠTA, Václav. *Mezinárodní ekonomické vztahy*. Vyd. 1. Praha: HZ, 1999, 378 s. ISBN 80-86009-29-7.

LUSKIN, Donald. *Still Think Deflation's Just a Bugaboo?* Trend Macrolytics, *15.11.2001, 4 p.*

MANDEL, Martin, TOMŠÍK, Vladimír. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 2003, 287 s. ISBN 80-7261-094-5.

MISES, Ludwig von. *The Theory of Money and Credit.* New Haven: Yale University Press, 1953. 240 p. ISBN: 0913966711.

NEUMANN, Pavel, Pavel ŽAMBERSKÝ a Martina JIRÁNKOVÁ. *Mezinárodní ekonomie*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010, 159 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3276-3.

OECD. OECD *Economic Outlook.* Volume 2013, Issue 1, 2013, 294 str. ISBN: 9789264200920.

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

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012, 423 s. ISBN 978-80-7261-240-6.

REVENDA, Zbyněk, MANDEL, Martin, KODERA, Jan, MUSÍLEK, Petr, DVOŘÁK, Petr, BRADA, Jaroslav. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 4. vydání, Praha: Management Press, 2008, 627 str. ISBN 978-80-7261-132-4.

REVENDA, Zbyněk, MANDEL, Martin, KODERA, Jan a kol. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. 5. aktualizované vydání, Praha: Management Press, 2012, 424 str. ISBN 978-807261-240-6.

REVENDA, Zbyněk. *Peníze a zlato*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 2010, 256 s. ISBN 978-80-7261-214-7.

ROTHBARD, Murray. *Making Economic Sense*. 2. Auburn: Ludwig von Mises Institute, 2006, 250-254 pp. ISBN: 0-945466-46-3.

SEDLÁČEK, Petr. *Státní investiční fondy – významný institucionální investor globálních finančních trhů.* Acta Oeconomica Pragensia, 2010, 22 s. ISSN 0572-3043.

SINGER, Miroslav, LOUŽEK, Marek, ed. *Inflace: krátkodobý výkyv, nebo střednědobá hrozba?: sborník textů*. Praha: CEP – Centrum pro ekonomiku a politiku, 2008. ISBN 978-80-86547-04-6.

SVENSSON, Lars E. O. E*scaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others*. The Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 4, 2003, 145-166 pp.
THE MIT PRESS. The Review of Economics and Statistics. Vol. 52, No. 4, 1 p. 1970. ISSN 00346535.

Online zdroje

BUITER, Willem H. *Should We Worry about Deflation? Prevention and Cure* [online]. © Willem H. Buiter 2003, 2004, European Bank for Reconstruction and Development NBER and CEPR [citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://www.willembuiter.com/mckenna.pdf.
CEVRO. *Poplatky ve zdravotnictví.* Čtrnáctideník [online]. 18.3.2014 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: http://www.cevro.cz/web_files/soubory/ctrnacni-deniky/2014/14denik_06_2014.pdf.
ČÍŽEK, Bohuslav. *Devizové intervence a pozice Svazu průmyslu a dopravy ČR.* Svaz průmyslu a dopravy České republiky [online]. 13.11.2013 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: http://www.spcr.cz/projekty/probihajici-projekty/144-media/aktualni-komentare/6870-devizove-intervence-a-pozice-svazu-prmyslu-a-dopravy-r.
ČÍŽEK, Pavel. *Čížek (STAN): Zrušení regulačních poplatků sníží stabilitu zdravotnictví* [online]. 9.1.2015 [citace: 2.12.2017]. Dostupné z: https://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Cizek-STAN-Zruseni-regulacnich-poplatku-snizi-stabilitu-zdravotnictvi-353584.
ČNB. *Co to je inflace?* [online]. [Citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_inflace.html.
ČNB. *Co to je měnověpolitická inflace?* [online]. [Citace: 11.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_menovepoliticka_inflace.html.
ČNB. *Cílování inflace v ČR* [online]. [Citace: 28.3.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html.
ČNB. *Česká národní banka nesouhlasí s Konvergenční zprávou ECB, 2010* [online]. *12.5.2010* [citace: 16.9.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2010/20100512_convergence.html.

ČNB. *ČNB – dekádní bilance 4. čtvrtletí 2017* [online]. [Citace: 16.9.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/dekadni_bilance/dekadni_bilance_archiv/2017/dekadyq4_2017.html.

ČNB. *ČNB získala prestižní ocenění za otevřenost v komunikaci* [online]. 12.1.2015 [citace: 13.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2015/20150112_oceneni.html.

ČNB. *Devizové rezervy (brutto od ledna 2012)* [online]. [Citace: 11.8.2017], online: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29428&p_strid=ADC&p_lang=CS.

ČNB. *Devizové rezervy – struktura* [online]. 30.11.2017 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/drs_struktura.htm.

ČNB. *Historie měnové politiky na území České republiky* [online]. [Citace: 26.3.2015]. Dostupné z: www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/.

ČNB. *Charakteristika skupin spotřebního koše využívaných pro hodnocení inflace* [online]. Duben 1998, [citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1998/1998_duben/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_98_duben_b1.html.

ČNB. *Inflační cíl ČNB od ledna 2006* [online]. 11.3.2004 [citace: 31.3.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_2006.pdf.

ČNB. *Institut výjimek z plnění inflačního cíle v souvislosti s nově vyhlášeným inflačním cílem* [online]. Červenec 2001 [citace: 2.12.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_01_cervenec_p1.html.

ČNB. *Investiční pozice a zadluženost České republiky vůči zahraničí* [online]. *31.3.2017* [citace: 12.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/investicni_pozice/ip_komentar.html.

ČNB. *Jiří Rusnok – guvernér ČNB* [online]. [Citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/clenove_bankovni_rady/rusnok.html.

ČNB. *Mediánová inflace* [online]. [Citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_II/boxy_a_prilohy/zoi_2015_II_box_1.html.

ČNB. *Měnová politika České národní banky* [online]. [Citace: 13.4.2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/menova_politika_cnb.html.

ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. [Citace: 1.4.2015, 17.8.2017, 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#devint.

ČNB. *Nový inflační cíl ČNB a změny v komunikaci měnové politiky* [online]. 8.3.2007, str. 1 [citace: 31.3.2015]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategicke_dokumenty/download/inflacni_cil_cnb_2010.pdf.

ČNB. *O ČNB* [online]. [Citace: 12.8.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/.

ČNB. *Proč je ČNB nezávislá?* [online]. [Citace: 12.8.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/proc_je_cnb_nezavisla.html.

ČNB. *Otázky a odpovědi k tématu zlata jako součásti devizových rezerv ČNB* [online]. [Citace: 8.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/otazky_a_odpovedi_k_tematu_zlata.html.

ČNB. *Srovnání odlivu dividend v zemích Evropské unie* [online]. [Citace 9.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_IV/boxy_a_prilohy/zoi_2016_IV_box_2.html.

ČNB. *Vybrané devizové kurzy* [online]. [Citace 12.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/vybrane_form.jsp.

ČNB. *Ukotvenost inflačních očekávání v ČR* [online]. [Citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/boxy_a_prilohy/zoi_2017_I_box_1.html.

ČNB. *Uplatňování výjimek z plnění inflačního cíle na úpravy nepřímých daní* [online]. Duben 2007 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_duben/boxy_a_prilohy/zoi_2007_duben_b3.html.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/1999* [online]. 1999 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_leden/download/zoi_1999_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2000* [online]. 2000 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2000/2000_leden/download/zoi_2000_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2001* [online]. 2001 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2001/2001_leden/download/zoi_2001_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2002* [online]. 2002 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2002/2002_leden/download/zoi_2002_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2003* [online]. 2003 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2003/2003_leden/download/zoi_2003_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2004* [online]. 2004 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2004/2004_leden/download/zoi_2004_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2005* [online]. 2005 [citace: 3.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2005/2005_leden/download/zoi_2005_leden.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2006* [online]. 2006 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2006/2006_leden/download/zoi_01_2006.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci leden/2007* [online]. 2007 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/download/zoi_01_2007.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci I/2008* [online]. 2008 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_leden/download/zoi_01_2007.pdf.

ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2008 – tabulky a grafy z textu, II.8 Inflace* [online]. 2008 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_I/zoi_2008_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2009* [online]. 2009 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/download/zoi_I_2009.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2009 – tabulky a grafy z textu, II.8 Inflace* [online]. 2009 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_I/zoi_2009_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2010* [online]. 2010 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/download/zoi_I_2010.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2010 – tabulky a grafy z textu, II.8 Inflace* [online]. 2010 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/zoi_2010_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2011* [online]. 2011 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/download/zoi_I_2011.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2011 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2011 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2011/2011_I/zoi_2011_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2012* [online]. 2012 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/download/zoi_I_2012.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2012 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2012 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_I/zoi_2012_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2013* [online]. 2013 [citace: 22.11.2017, 24.11.2017]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/download/zoi_I_2013.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2013 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2013 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_I/zoi_2013_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2014* [online]. 2014 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/download/zoi_I_2014.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2014 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2014 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_I/zoi_2014_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2015* [online]. 2015 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/download/zoi_I_2015.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2015 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2015 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2015/2015_I/zoi_2015_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2016* [online]. 2016 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/download/zoi_I_2016.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2016 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2016 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/zoi_2016_I_grafy.html.
ČNB. *Zpráva o inflaci I/2017* [online]. 2017 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/download/zoi_I_2017.pdf.
ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2017 – tabulky a grafy z textu, III.1 Inflace* [online]. 2017 [citace: 24.11.2017]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/zoi_2017_I_grafy.html.

ČSÚ. *Co znamená vysoká dovozní náročnost české ekonomiky* [online]. *16.12.2013, 10 str.* [citace: 10.8.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20533812/csav121613.pdf/1608be60-b9e0-4403-96e8-8e2a5e6f6875?version=1.0.

ČSÚ. *Harmonizovaný index spotřebitelských cen* [online]. [Citace: 20.7.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/20560021/012023-1403j01.pdf/a081a5b5-0e42-484d-bd81-02d0154e0150?version=1.0.

ČSÚ. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. Poslední aktualizace: 3.7.2017 [citace: 20.7.2016]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr.

ČSÚ. *Index spotřebitelských cen podle klasifikace COICOP – míra inflace* [online]. [Citace: 24.11.2017]. Dostupné z: https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&pvo=CEN08C1&z=T&f=TABULKA&skupId=1773&katalog=31779&pvo=CEN08C1.

ČSÚ. *INDEXY SPOTŘEBITELSKÝCH CEN, REVIZE 2014, Historie a současnost* [online]. *2014, str. 9* [citace: 17.12.2016]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23172389/revize_2014.pdf/0e9753a9-f057-4116-b2c2-1c5ef4cdf099?version=1.1.

ČSÚ. *Inflace, míra inflace – Metodika* [online]. [Citace: 10.1.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace.

ČSÚ. *Konjunkturální průzkum – časové řady* [online]. [Citace: 9.8.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kpr_cr.

ČSÚ. *Politika revizí ČSÚ* [online]. 8.12.2015, 17 str. [citace: 13.8.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23183847/politika_revizi_csu_2016_cz.pdf/df78e081-7a7a-4ba2-acbd-a18d80fbd0dc?version=1.3.

ČSÚ. *Spotřební koš pro výpočet indexu spotřebitelských cen od ledna 2017* [online]. [Citace: 17.12.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/documents/10180/23195394/spot_kos2017.pdf/dde29b02-7fd6-4c42-8144-3a9afc27eaa7?version=1.1.

ČSÚ. *Zahraniční obchod se zbožím – národní pojetí – časové řady* [online]. [Citace: 12.8.2017]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/vzonu_cr.

ČTK. *ČNB má být nezávislá, zlobí se Babiš nad výroky Zemana* [online]. 19.2.2015 [citace: 4.5.2015]. Dostupné z: http://www.tyden.cz/rubriky/domaci/politika/cnb-ma-byt-nezavisla-zlobi-se-babis-nad-vyroky-zemana_333858.html.

ČTK. *Loni odteklo do zahraničí rekordních 289 mld. Kč na dividendách.* České noviny [online]. 31.3.2017 [citace: 9.12.2017]. Dostupné z: http://www.ceskenoviny.cz/zpravy/loni-odteklo-do-zahranici-rekordnich-289-mld-kc-na-dividendach/1467851.

ČTK. *Šéf Brano Group: Intervence ČNB co nejdéle, ideálem je ale euro* [online]. 5.10.2016. [Citace: 8.7.2017]. Dostupné z: https://www.tyden.cz/rubriky/byznys/cesko/sef-brano-group-intervence-cnb-co-nejdele-idealem-je-ale-euro_400402.html.

DINCER, N. Nergiz, EICHENGREEN, Barry. *Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures**. International Journal of Central Banking [online]. Březen 2014 [Citace: 12.12.2017]. Dostupné z: http://www.ijcb.org/journal/ijcb14q1a6.pdf.

EUROSTAT. *Import content of exports* [online]. [Citace: 17.8.2017]. Dostupné z: https://data.oecd.org/trade/import-content-of-exports.htm#indicator-chart.

HOLMES, Frank. *Top 10 Countries With The Largest Gold Reserves* [online]. 26.5.2016 [citace: 8.12.2017]. Dostupné z: https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2016/05/26/top-10-countries-with-the-largest-gold-reserves/#66a97c16730a.

GREEN, Russell, TORGERSON, Tom. *Are High Foreign Exchange Reserves in Emerging Markets a Blessing or a Burden?* [online]. Department of the Treasury: Office of International Affairs, Occasional Paper No. 6. Březen 2007 [citace: 16.9.2017]. Dostupné z: http://rag8.web.rice.edu/TreasuryOccasionalPaperNo6.pdf.

HLÉDIK, Tibor. *Tibor Hlédik: ČNB patří mezi nejtransparentnější centrální banky na světě.* VlogČNB [online]. 24.5.2017 [citace: 9.8.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/vlog_cnb/2017/20170517_hledik.html.

HOLUB, Tomáš, KRÁL, Petr. *Deflace byla hrozbou.* Lidové noviny: rubrika Názory, 9 str. [online]. 3.12.2013 [citace: 26.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131203_holub_kral_ln.html.

HOLUB, Tomáš, KRÁL, Petr. *Mýty opřádající intervence ČNB*. Sekce měnová a statistiky ČNB [online]. 12.11.2913 [citace: 3.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131112_holub_kral.html.

HUDEMA, Marek, VAINERT, Luděk. *Důvěru v českou korunu jsme nepodlomili, lidé o nic nepřišli.* Hospodářské noviny: rubrika HN byznys, 11 str. [online]. 21.11.2013 [citace: 24.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

IMF. *Czech Republic: 2013 Article IV Consultation* [online]. IMF Country Report No. 13/242, 44 str. *Srpen* 2013 [citace: 20.3.2015]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13242.pdf.

IMF. *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* [online]. [Citace: 12.12.2017]. Dostupné z: http://data.imf.org/?sk=E6A5F467-C14B-4AA8-9F6D-5A09EC4E62A4.

IMF. *Inflation Targeting and the IMF* [online]. *16.3.2006, 64 str*. [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2006/031606.pdf.

IMF. *World Economic Outlook: Recovery Strengthens, Remains Uneven – Chapter 1: Recent Developments and Prospects* [online]. Duben 2014, 48 s. [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2014/01/pdf/_c1pdf.ashx.

INVESTING.COM. *World Central Banks* [online]. [Citace: 2.12.2017]. Dostupné z: https://www.investing.com/central-banks/.

KLIESEN, Kevin L. *How Accurate Are Measures of Long-Term Inflation Expectations?* [online]. Economic Synopses, No. 9. 6.5.2015 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://research.stlouisfed.org/publications/economic-synopses/2015/05/06/how-accurate-are-measures-of-long-term-inflation-expectations/.

KOVANDA, Lukáš. *Propíchli jsme deflační bublinu*. Lidové noviny: rubrika Domov, 16 str. [online]. 28.11.2013 [citace: 24.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

KRUGMAN, Paul. *About that deflation risk.* The New York Times [online]. 2009, [Citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://krugman.blogs.nytimes.com/2009/02/04/about-that-deflation-risk/?_php=true&_type=blogs&_r=0.

LIPOVSKÁ, Hana. *Hana Lipovská: Tři roky od Velké devizové intervence.* Institut Václava Klause, Články, Ostatní [online]. 22.11.2016. [Citace: 11.8.2017]. Dostupné z: http://institutvk.cz/clanky/hana-lipovska-tri-roky-od-velke-devizove-intervence.html.

MLČOCHOVÁ, Jana. *Řežábek: Fiskální politika zčásti neguje snahu centrální banky.* Reuters [online]. 24.10.2012 [citace: 20.7.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2012/cl_12_121024_rezabek_reuters.html.

NBS. *2005-2008 (inflačné cielenie v ERM II)* [online]. [Citace: 11.12.2017]. Dostupné z: https://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika-nbs-do-roku-2009/2005-2008-inflacne-cielenie-v-erm-ii.

OHLSSON, Henry. *The inflation target – a benchmark for price-setting and wage formation* [online]. 16.4.2015, str. 2 [citace: 17.12.2017]. Dostupné z: https://www.bis.org/review/r150430a.pdf.

OECD. *Quarterly GDP* [online]. [Citace: 9.8.2017]. Dostupné z: https://data.oecd.org/gdp/quarterly-gdp.htm.

ONDROVÁ, Elena. *Sociální bydlení se sníženou sazbou DPH* [online]. 25.10.2017 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://www.finance.cz/zpravy/finance/134558-socialni-bydleni-se-snizenou-sazbou-dph/.

PAGAN, Adrian. *Report on Modelling and Forecasting at the Bank of England* [online]. Bank of England Quaterly Bulletin, 29 str. 2003 [citace: 12.12.2017]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=707049.

REDAKCE. *Ekonom: Kvůli eurozóně bude v ČR ještě problém s růstem inflace k 2 %.* Investiční web [online]. 9.11.2014 [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: http://www.investicniweb.cz/news-2014-11-9-ekonomkvuli-eurozone-jeste-bude-problem-s-rustem-inflace-k-2-pct/.

ROGOFF, Kenneth. *Deflation, Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartment Task Force* [online]. International Monetary Fund, 67 str. 30.4.2003 [Citace: 12.4.2015]. Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf.

STIGLITZ, Joseph E. *Stagnation by Design* [online]. 6.2.2014 [citace: 4.5.2015]. Dostupné z: http://www.project-syndicate.org/commentary/joseph-e--stiglitz-argues-that-bad-policies-in-rich-countries--not-economic-inevitability--have-caused-most-people-s-standard-of-living-to-decline.

ŠTEFEK, Jiří. *Euro pro nás není priorita.* Týden: rubrika Ekonomika, str. 54 [online]. 13.1.2014. [citace: 24.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

TOMŠÍK, Vladimír. *Světový ekonomický výhled a kouzlo ukotvených inflačních očekávání: co mají společného?* [online]. 8.4.2014 [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/tomsik_20140408.html.

TŮMA, Ondřej. *Očima expertů: Měnová intervence ČNB. Komu pomůže a komu ublíží?* Peníze.cz, rubrika: Očima expertů [online]. 15.11.2013 [citace: 8.7.2017]. Dostupné z: https://www.penize.cz/makroekonomika/275985-ocima-expertu-menova-intervence-cnb-komu-pomuze-a-komu-ublizi.

VAVROŇ, Jiří. *Rozhovor Václava Klause pro deník Právo* [online]. 6.12.2013 [citace: 11.8.2017]. Dostupné z: https://www.klaus.cz/clanky/3490.

VLKOVÁ, Jitka. *Slabší koruna alespoň na rok a půl.* Mladá fronta DNES: rubrika Ekonomika, str. 8 [online]. 13.11.2013, [citace: 24.4.2015]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.

WROBLOWSKÝ, Tomáš. *Past likvidity, Keynesův efekt a fiskální stimulace jako lék na současnou krizi.* Teoretické a praktické aspekty veřejných financí [online]. 3-4.4.2009 [citace: 12.7.2017]. Dostupné z: http://kvf.vse.cz/storage/1239811823_sb_wroblowsky.pdf.

ZAVADILOVÁ, Tereza. *Každý člen bankovní rady je jinak citlivý.* E15, str. 14 [online]. 4.3.2014 [citace: 12.12.2017, 14.12.2017]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2014/cl_14_140304_rezabek_e15.html.