

Cílování inflace ve vyspělých a rozvojových ekonomikách

Bc. Filip Polách

Diplomová práce
2022

 Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky
Ústav financí a účetnictví

Akademický rok: 2021/2022

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Filip Polách**
Osobní číslo: **M190640**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Finance**
Forma studia: **Kombinovaná**
Téma práce: **Cílování inflace ve vyspělých a rozvojových ekonomikách**

Zásady pro vypracování

Úvod

Definujte cíle práce a použité metody zpracování práce.

I. Teoretická část

- Zpracujte kritickou literární rešerši k tématu inflace a cílování inflace.

II. Praktická část

- Proveďte komparativní analýzu a plnění inflačních cílů vybrané vyspělé a rozvojové ekonomiky.
- Vyhodnoťte vhodnost režimu cílování inflace pro země v závislosti na jejich bohatství.

Závěr

Rozsah diplomové práce: **cca 70 stran**
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

- BARNETT, William A. a Fredj JAWADI. *Monetary policy of the context of the financial crisis: new challenges and lessons*. Bingley, UK: Emerald Group Publishing Limited, 2015, 536 s. ISBN 978-1-78441-779-6 (elektronická verze).
- EPSTEIN, Gerald A, and A. Erinc YELDAN. *Beyond Inflation Targeting*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing Limited, 2009, 318 s. ISBN 978-1-84720-938-2.
- REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015, 424 s. ISBN 978-80-7261-279-6.
- SOUKUP, Jindřich. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2010, 520 s. ISBN 978-80-7261-219-2.
- SVENSSON, Lars E. O. *Inflation Targeting*. NBER Working Paper, No. 16654 (online). Cambridge, MA: NBER, 2010, 79 s. DOI 10.3386/w16654.
- WOODFORD, Michael. *Inflation Targeting and Financial Stability*. NBER Working Paper, No. 17967 (online). Cambridge, MA: NBER, 2012, 35 s. DOI 10.3386/w17967.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Mojmir Hampl, M.Sc. Ph.D.**
Ústav financí a účetnictví

Datum zadání diplomové práce: **11. února 2022**
Termín odevzdání diplomové práce: **27. dubna 2022**

L.S.

prof. Ing. David Tuček, Ph.D.
děkan

prof. Dr. Ing. Drahomíra Pavelková
garant studijního programu

Ve Zlíně dne 11. února 2022

PROHLÁŠENÍ AUTORA BAKALÁŘSKÉ/DIPLOMOVÉ PRÁCE

Prohlašuji, že

- beru na vědomí, že odevzdáním diplomové/bakalářské práce souhlasím se zveřejněním své práce podle zákona č. 111/1998 Sb. o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších právních předpisů, bez ohledu na výsledek obhajoby;
- beru na vědomí, že diplomová/bakalářská práce bude uložena v elektronické podobě v univerzitním informačním systému dostupná k prezenčnímu nahlédnutí, že jeden výtisk diplomové/bakalářské práce bude uložen na elektronickém nosiči v příruční knihovně Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně;
- byl/a jsem seznámen/a s tím, že na moji diplomovou/bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon) ve znění pozdějších právních předpisů, zejm. § 35 odst. 3;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 1 autorského zákona má UTB ve Zlíně právo na uzavření licenční smlouvy o užití školního díla v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- beru na vědomí, že podle § 60 odst. 2 a 3 autorského zákona mohu užít své dílo – diplomovou/bakalářskou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití jen připouští-li tak licenční smlouva uzavřená mezi mnou a Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně s tím, že vyrovnání případného přiměřeného příspěvku na úhradu nákladů, které byly Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše) bude rovněž předmětem této licenční smlouvy;
- beru na vědomí, že pokud bylo k vypracování diplomové/bakalářské práce využito softwaru poskytnutého Univerzitou Tomáše Bati ve Zlíně nebo jinými subjekty pouze ke studijním a výzkumným účelům (tedy pouze k nekomerčnímu využití), nelze výsledky diplomové/bakalářské práce využít ke komerčním účelům;
- beru na vědomí, že pokud je výstupem diplomové/bakalářské práce jakýkoliv softwarový produkt, považují se za součást práce rovněž i zdrojové kódy, popř. soubory, ze kterých se projekt skládá. Neodevzdání této součásti může být důvodem k neobhájení práce.

Prohlašuji,

- že jsem na diplomové/bakalářské práci pracoval samostatně a použitou literaturu jsem citoval. V případě publikace výsledků budu uveden jako spoluautor.
- že odevzdaná verze diplomové/bakalářské práce a verze elektronická nahraná do IS/STAG jsou totožné.

Ve Zlíně 27. 04. 2022

Jméno a příjmení: Filip Polách

.....
Podpis diplomanta

ABSTRAKT

Hlavním tématem této diplomové práce je režim cílování inflace, na základě jeho užití ve vybrané vyspělé a rozvojové ekonomice. Teoretická část se zabývá vymezením pojmu centrální banky, cílem centrální banky a nástroji, pomocí kterých je daného cíle dosahováno. Následuje vymezení pojmu inflace a režimů měnových politik s hlavním zaměřením na zmíněný režim cílování inflace. Po představení vybraných ekonomik – České republiky a Rumunska v praktické části je proveden rozbor zpráv o inflaci pro každou ekonomiku od počátku zavedení cílování inflace až do roku 2020. Na základě zjištěných údajů je porovnáno plnění inflačního cíle včetně vhodnosti užití tohoto režimu měnové politiky v komparovaných ekonomikách.

Klíčová slova: centrální bankovníctví, měnová politika, inflace, režimy měnové politiky, cílování inflace, rozvojové ekonomiky, vyspělé ekonomiky

ABSTRACT

The main topic of this thesis is inflation targeting, based on its use in selected advanced and developing economies. The theoretical part deals with the definition of central bank, the aim of the central bank and the tools used to achieve the given aim. Following this is a definition of the concept of inflation and monetary policy regimes, with the focus on the inflation targeting regime. After presenting selected economies - the Czech Republic and Romania in the practical part, an analysis is performed of inflation reports for each economy from the beginning of the introduction of inflation targeting up until 2020. Based on the data, the fulfilment of the inflation target is analysed, including the appropriateness of the use of this monetary policy in these economies.

Keywords: central banking, monetary policy, inflation, inflation targeting, developing countries, developed countries

Velké díky patří zejména panu Ing. Mojmíru Hamplovi, M.Sc. Ph.D., pod jehož odborným vedením zahrnujícím mnoho cenných připomínek jsem dokázal dokončit tuto diplomovou práci.

OBSAH

ÚVOD	6
CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE	7
I TEORETICKÁ ČÁST	8
1 CENTRÁLNÍ BANKY	9
1.1 PODSTATA A FUNKCE CENTRÁLNÍCH BANK	9
1.2 MĚNOVÁ POLITIKA A JEJÍ CÍLE.....	12
1.2.1 Konečný cíl – cenová stabilita	15
1.2.2 Alternativní forma měnové politiky.....	16
1.3 NÁSTROJE MĚNOVÉ POLITIKY	17
2 INFLACE	22
2.1 RŮZNÉ POHLEDY NA INFLACI.....	23
2.2 MĚŘENÍ INFLACE	26
2.2.1 Cenové indexy.....	26
2.3 DOPADY INFLACE	28
2.4 REŽIMY MĚNOVÝCH POLITIK	30
3 CÍLOVÁNÍ INFLACE	33
3.1 TRANSMISNÍ MECHANISMUS	35
3.2 VYSPĚLÁ VERSUS ROZVOJOVÁ EKONOMIKA	37
3.2.1 Znaky vyspělé ekonomiky	37
3.3 CÍLOVÁNÍ INFLACE V ROZVOJOVÝCH A VYSPĚLÝCH EKONOMIKÁCH	39
II PRAKTICKÁ ČÁST	41
4 CÍLOVÁNÍ INFLACE VE VYBRANÝCH EKONOMIKÁCH	42
4.1 ZÁKLADNÍ ÚDAJE O KOMPAREOVANÝCH EKONOMIKÁCH	42
4.1.1 Česká republika	42
4.1.2 Česká národní banka (ČNB)	43
4.1.3 Inflační cíle.....	43
4.1.4 Rumunsko	44
4.1.5 Národní banka Rumunska (NBR)	45
4.1.6 Inflační cíle.....	45
4.2 CÍLOVÁNÍ INFLACE 1998-2004.....	45
4.3 CÍLOVÁNÍ INFLACE 2005-2009.....	51
4.4 CÍLOVÁNÍ INFLACE 2010-2020.....	56
5 ZHODNOCENÍ PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE VE VYBRANÝCH EKONOMIKÁCH	69
5.1 ČESKÁ REPUBLIKA	69
5.2 RUMUNSKO	72
5.3 SUMARIZACE VÝSLEDKŮ	75
6 ZÁVĚR	78
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ELEKTRONICKÝCH ZDROJŮ	81
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK	87
SEZNAM OBRÁZKŮ	88

SEZNAM TABULEK.....	89
SEZNAM PŘÍLOH.....	90

ÚVOD

Tato diplomová práce se zabývá cílováním inflace ve vybraných vyspělých a rozvojových ekonomikách, konkrétně Českou republikou a Rumunskem. Režim cílování inflace je relativně mladý režim měnové politiky, který je aktuálně využíván 41 vyspělými a rozvojovými ekonomikami po celém světě a je stále velmi aktuální, také vzhledem k aktuálnímu dění ve světě. Záměrem této práce je tedy komparace cílování inflace v závislosti na stupni jejich rozvinutosti a také bohatství komparovaných ekonomik.

Teoretická práce je rozdělena do třech částí, počínaje pojmem centrální banky, její podstatou a funkcí, prováděnou měnovou politikou včetně konečného cíle a nástrojů, kterým je daného cíle dosaženo. Ve druhé části je rozebrán pojem inflace z různých pohledů významných ekonomických směrů, ale také postup měření inflace a také popis různých režimů měnových politik včetně cílování inflace, kterému je věnována celá zbylá část teoretické části této diplomové práce.

Na teoretickou část navazuje část praktická s představením komparovaných ekonomik, včetně České národní banky a Národní banky Rumunska. Také jsou zde popsány důvody, které měly za následek přijetí režimu cílování inflace v těchto ekonomikách. Na tuto část navazuje podrobný rozbor zpráv o inflaci od roku 1998 do roku 2020 v závislosti na roce přijetí režimu cílování inflace v dílčích ekonomikách, který vyústí ve finální zhodnocení zjištěných poznatků o cílování inflace obou ekonomik zvlášť s následnou komparací ekonomik mezi sebou v závislosti na plnění inflačního cíle.

Následuje zhodnocení rozdílů či podobností v cílování inflace mezi komparovanými ekonomikami s konečným verdiktem o vhodnosti užití tohoto měnově-politického režimu.

CÍLE A METODY ZPRACOVÁNÍ PRÁCE

Hlavním cíle této diplomové práce je provedení komparace v plnění inflačního cíle z pohledu vybrané vyspělé a rozvojové ekonomiky, včetně případných rozdílů či podobností vzhledem ke stupni jejich rozvinutosti a v neposlední řadě vhodnosti užití režimu cílování inflace v závislosti na jejich bohatství.

Teoretická část si klade za cíl seznámení se s pojmem centrální banky, režimů měnové politiky, inflace a hlavně cílování inflace na základě metody literární rešerše. Jedná se o zahraniční i domácí zdroje zaměřené na danou problematiku v dostatečném počtu pro kvalitní teoretické zázemí této diplomové práce.

Praktická část se z největší části zabývá rozbořem zpráv o inflaci v dílčích ekonomikách za období od roku 1998 do roku 2020. Následuje metoda komparace, při které se porovnávají zjištěné hodnoty inflace s vytyčenými inflačními cíli v daných ekonomikách pro různé inflační cíle během sledovaného období a sumarizace zjištěných hodnot. Závěrečné použití metody syntézy bude využito při formulaci závěrečných verdiktů o zjištěných rozdílech mezi inflačním cílováním v České republice a Rumunsku, společně se závěrečným zhodnocením vhodnosti režimu cílování inflace.

I. TEORETICKÁ ČÁST

1 CENTRÁLNÍ BANKY

Z historického hlediska můžeme podle Revendy (2011, s. 27; 2015, s. 213) vznik centrální banky připsat na vrub válkám a jejich neblahému vlivu na státní pokladny, kdy tyto sloužily ke krytí zvýšených vládních výdajů (schodků) také kvůli omezeným zdrojům peněz z drahých kovů. Nedostatek mincí z drahých kovů byl “vyřešen“ vynálezem státovek, které banky emitovaly na základě požadavků dlužníka (vlády). Další funkcí tedy bylo vedení účtu vlády, což společně s výše uvedeným byly dvě původní funkce centrálních bank.

Způsoby vzniku centrálních bank byly v zásadě tři. Prvním způsobem byla přeměna stávající obchodní banky, druhým způsobem bylo získání práva na emisi bankovek nebo vznikla zcela nová instituce centrální banky, zde lze zmínit Bank of England (Mejstřík, Pečená a Teplý, 2014, s. 118).

Revenda (2011, s. 27) také poukazuje na problémy spojené se zmíněným úvěrováním vládních výdajů, které svým počínáním neúměrně navyšovaly množství peněz v oběhu, což v historii mnohdy vedlo až k rozvrácení státních financí (rakouský bankrot v roce 1811). Z toho důvodu jsou také centrální banky současných vyspělých ekonomik povětšinou na vládě nezávislé a samostatně hospodařící instituce. Ovšem jak podotýká Rejnuš (2014, s. 78), tak s ohledem na úspěšnost měnové politiky je jistá kooperace mezi vládou a centrální bankou nutná, tak aby zde nevznikal nesoulad mezi fiskální a monetární politikou. Z tohoto důvodu tak nelze hovořit o absolutní nezávislosti. V následující podkapitole bude blíže objasněna instituce centrální banky.

1.1 Podstata a funkce centrálních bank

Vznik centrálních bank je považován za významný mezník v historii bankovníctví, i když v počátcích, jak je nastíněno výše tomu tak nemuselo napovídat. Důležitost instituce centrální banky je v současnosti již dávno ospravedlněná zejména díky výkonu funkce v oblasti měnové politiky a dohledem nad bankovním systémem (Revenda, 2015, s. 213).

Odlišnosti centrální banky oproti ostatním bankám v bankovním systému jsou zejména v oblastech níže včetně dalších popsanych, jak uvádí Revenda (2015, s. 214-218):

- funkce emisní
- vrcholná instituce měnové politiky
- regulace bankovního systému

Emisní funkce

Centrální banky mají monopol na emisi hotovostních peněz v podobě bankovek či mincí, což je zřejmě ta nejvýznamnější odlišnost oproti ostatním subjektům na bankovním trhu. První bankou s právem emise peněz v historii byla rakouská centrální banka v roce 1817. Například v případě Národní banky československé to byl duben 1926 tj. ihned po vzniku. S příchodem bezhotovostních peněz je v současnosti složitější kontrolovat množství peněz v oběhu, než tomu bylo dříve a tudíž se v tomto směru jedná o jisté omezení centrální banky (Revenda, 2015, s. 215).

Vrcholný subjekt měnové politiky

Jedná se především o činnosti spojené s plněním vytyčených cílů v čele s udržováním cenové stability jako subjekt hlavní měnové autority. Buď se jedná pouze o provádění měnové politiky, bez samostatného rozhodování o jejich cílech, nebo centrální banka také o měnové politice rozhoduje v mezích, které jí udává zákon. Revenda (2015, s. 215, 239) uvádí, že samostatnost v provádění měnové politiky je přítomna ve většině zemí současnosti včetně České republiky nebo Evropské centrální banky.

Existují ovšem i výjimky, kdy zejména stanovování cílů měnové politiky je v kompetenci vlády, například Velká Británie. Nebo také dohodou mezi centrální bankou a vládou (ministrem financí) – například Nový Zéland od r. 1990, nebo Kanada od r. 1991 stanovením cíle inflace, naposledy prodlouženým v roce 2016 s trváním do konce roku 2021 (Agreement on the Inflation-Control Target, b. r.; Revenda, 2015, s. 239).

Regulace a dohled nad bankovním systémem

Centrální banka z pozice výše zmíněné reguluje a dohlíží na bankovní systém v daných zemích. Případné porušení ze strany bank může vést až ke ztrátě bankovní licence. Regulace bankovního systému centrální bankou je přítomna v každé vyspělé ekonomice, ovšem funkce dohledu se v různých zemích liší. Centrální banka je tedy ve vyspělých zemích hlavním regulátorem, vyjma základní zákonné úpravy.

Revenda a Rejnuš (2015, s. 215; 2020, s. 146-148) poukazují na tzv. dohled na místě a zmiňují Českou národní banku jako jedinou instituci s dohledem nad celým finančním systémem (sektor pojišťovnictví, obchodování s cennými papíry, investičních společností a fondů, penzijních fondů a dalších). Dohled nad nebankovním sektorem mají tedy v jiných zemích na starosti spíše jiné instituce, jako odbory ministerstev financí a další.

Centrální banka jako banka bank

Pod tímto pojmem je možné si představit zejména vedení účtu bankám, přijímání vkladů ostatními bankami, poskytování úvěrů a provádění zúčtovacích a platebních operací (v některých zemích mohou provádět i velké clearingové banky – Velká Británie), včetně dalších. Poskytované úvěry mají většinou podobu levného zdroje financování v případě nízké diskontní sazby tj. levného zdroje financování, nebo jsou spojené s problémem nedostatku likvidity obchodních bank a centrální banka tak vystupuje jako “věřitel poslední instance“. Mezi další aktivity patří také operace s cennými papíry v podobě státních pokladničních poukázek nebo vlastních cenných papírů. Tyto operace jsou součástí měnové politiky popsané dále.

Banka vlády

Součástí je zejména provádění operací pro vládu a další orgány, případně podniky veřejného sektoru. Z těchto činností se jedná zejména o pokladní plnění státního rozpočtu v podobě vedení účtu vlády a ostatní operace zahrnuté do hospodaření v rámci státního rozpočtu. Případné schodky jsou kryty emisí státních cenných papírů v případě nesouladu mezi příjmy a výdaji. Správa státního dluhu jako další z činností centrální banky vůči vládě jako je splácení dluhů, úroků, emise cenných papírů (státní pokladniční poukázky, dluhopisy). Většina zemí má na to ovšem jiné instituce kvůli předcházení kolizí s politikou centrální banky.

Přímé úvěrování státu centrální bankou (monetizace státního dluhu) je zakázáno, jako jedna z původních činností centrálních bank. Zákaz plyne zejména z nebezpečí neblahých dopadů na inflaci vlivem nadměrné emise peněz. Z hlediska zvýšené samostatnosti centrální banky také nemají povinnost tyto cenné papíry odkupovat v případě jejich neakceptace trhem. Nákup státních cenných papírů na trhu může být také ošetřen zákonem v podobě výše limitu odkupu (Revenda, 2015, s. 217).

Pokud centrální banka při vstupu na trh odkoupí již emitované státní cenné papíry (provádění měnové politiky), tak se již nejedná o emisi peněz (Černohorský, 2020, s. 149).

Správa devizových rezerv

Centrální banka spravuje devizové rezervy země z následujících důvodů:

- zajištění likvidity v cizí měně v souvislosti s platbami očekávanými do jiných zemí

- zajištění hodnoty devizových rezerv v souvislosti s pohybem měnových kurzů ve smyslu provádění operací proti poklesu hodnoty držených cizích měn
- investování přebytečných devizových rezerv aktuálně nepotřebných k získání výnosů (cenné papíry, úložky u zahraničních bank)
- devizové intervence, tj. ovlivňování měnového kurzu domácí měny vůči měnám zahraničním (povinné v případě užívání pevného kurzu při odchýlení od vytyčených hodnot)

Rejnuš (2014, s. 78 – 80) doplňuje rozdělení výše zmíněných funkcí na *makroekonomickou*, kde je prioritou stabilita domácí měny ve formě vnitřní (cenová hladina) a ve formě vnější vůči zahraničí (směnný kurz). Další je funkce *mikroekonomická*, která zahrnuje zejména oblasti regulace, funkci banky bank, funkci banky vlády a další.

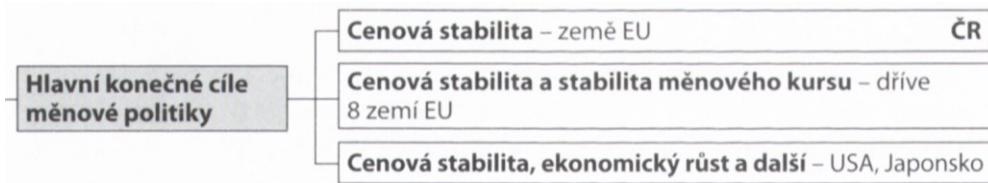
Ostatní činnosti centrální banky

Další činností centrálních bank je například reprezentace státu v měnové oblasti a to jak u institucí typu Mezinárodního měnového fondu či Světové banky a dalších, tak v domácí zemi, kde informuje zejména o aktuálním dění v měnové politice a případných chystaných opatřeních pro její udržení (Rejnuš, 2014, s. 81).

Mezi další činnosti zahrnuje Revenda (2011, s. 36 – 39) také *informace*, neboli informovanost centrální banky o druhém stupni bankovního sektoru a hlavně ekonomice jako celku získané od statistických úřadů, z auditů bank a dalších pro efektivní zajištění funkce centrální banky. Dále také *vztahy k veřejnosti* a to jak odborné či neodborné, zejména ve smyslu transparentnosti měnové politiky a tím tak předcházet nedůvěře v praktikovanou monetární politiku. Posledním zmíněným je *ekonomický výzkum* a jeho nezpochybnitelné zastoupení v praktikování současné měnové politiky.

1.2 Měnová politika a její cíle

Současná měnová politika vyspělých zemí viz Jílek (2013, s. 15) je ve většině zemí pouze snahou o zajištění stabilní míry inflace (cenové hladiny) pomocí ovlivňování krátkodobé úrokové míry s dalšími dopady na hrubý domácí produkt a zaměstnanost. Jak je vidět na obrázku (Obr. 1.), tak cenová stabilita je základním a hlavním cílem zemí Evropské unie, ale například USA a Japonsko mají ještě další cíle v podobě ekonomického růstu a další.



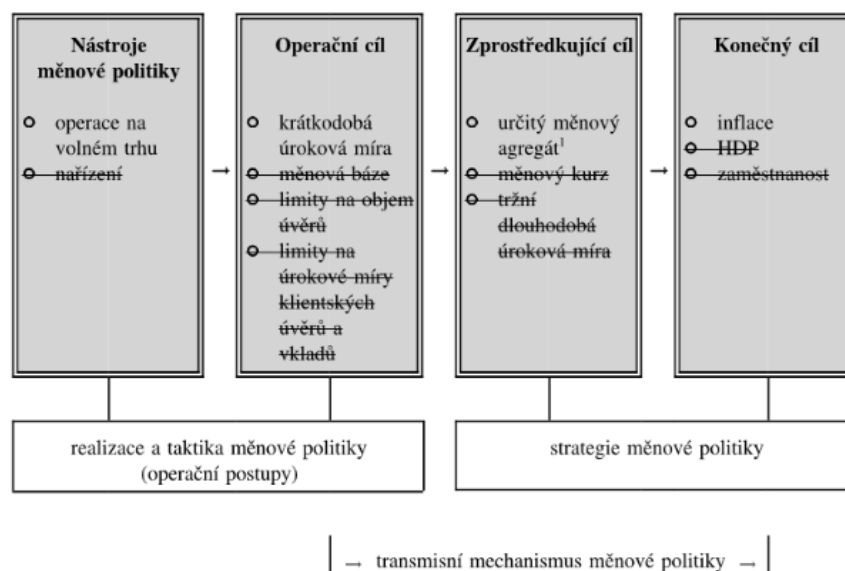
Obr. 1. Cíle měnové politiky (Revenda, 2011, s. 32)

Princip měnové politiky dle Jílka (2013, s. 16) spočívá v tom, že centrální banka reguluje operační cíl v podobě krátkodobé úrokové míry za pomoci měnově politických nástrojů, tak aby přes zprostředkující cíl mohla ovlivnit cíl konečný. Dále Revenda (2015, s. 321), doplňuje, že vymezení cíle cenové stability by mělo být aplikované jak na vnější, tak vnitřní stabilitu měny, která je popsána výše také Rejnušem (2014).

Způsob, jakým je dosaženo konečného cíle od operačního, až přes zprostředkující cíl se nazývá transmisním mechanismem měnové politiky. Vzhledem k nepřímému vlivu centrální banky na konečný cíl jsou podle Revendy (2011, s. 70) důležité následující skutečnosti:

- schopnost ovlivnění operačního cíle ze strany centrální banky
- vývoj vazeb mezi operačním a zprostředkujícím cílem lze alespoň z části predikovat
- výše zmíněné platí pro vazby mezi konečnými zprostředkujícím cílem

Jak je vidět na obrázku (Obr. 2.) níže, a jak je popsáno Jílkem (2013, s. 17), tak zprostředkující cíl nefiguruje v režimu cílování inflace, který je předmětem následujících kapitol. V další části textu budou také popsány ostatní nástroje měnové politiky včetně operací na volném trhu.

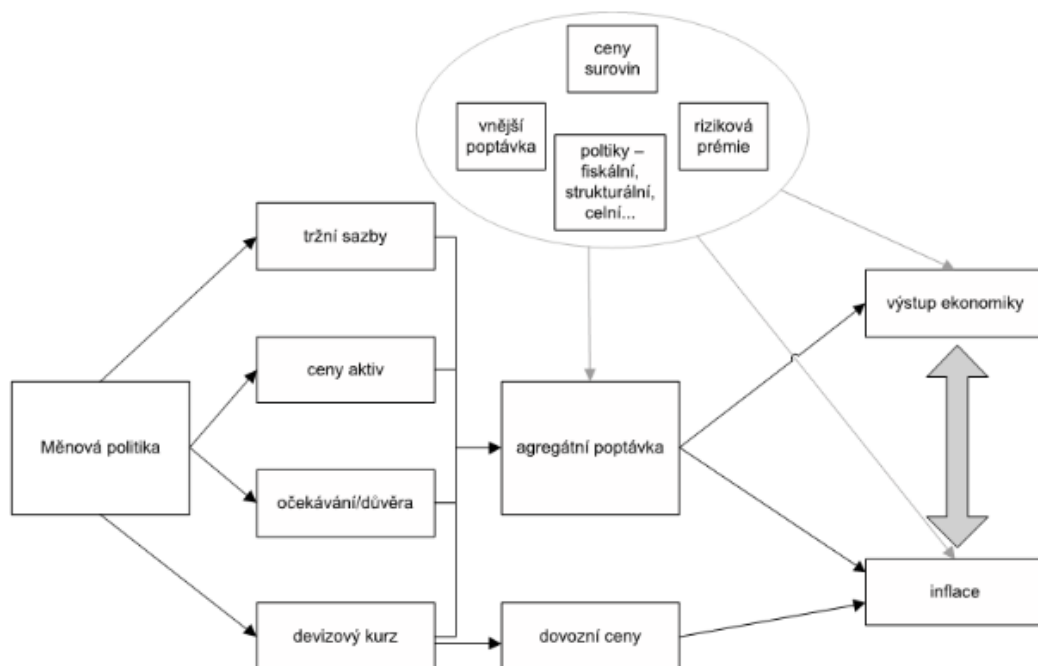


Obr. 2. Měnová politika centrální banky (Jílek, 2013, s. 17)

Transmisní mechanismus měnové politiky

K doplnění problematiky transmisního mechanismu je vhodné dodat, že mimo operace na volném trhu jsou centrálními bankami využívány ještě například nastavování úrokových měr a také stanovování povinných minimálních rezerv, které již v dnešní době často plní jiné funkce, pokud tedy nejsou úplně vyřazeny, jak bude popsáno dále v podkapitole 1.3 (Černohorský, 2020, s. 78)

Problematika transmisního mechanismu, jak bylo nastíněno výše, ovšem není záležitostí jen mezi operačním a konečným cílem, ale do hry vstupuje velké množství proměnných, jak z řad ekonomických či neekonomických viz obrázek (Obr. 3.). Úspěšnost prováděné monetární politiky je tedy v daném ekonomickém prostředí nejistá a ne vždy bude korespondovat s vytyčenými cíli (Černohorský, 2020, s. 79).



Obr. 3. Transmisní mechanismu centrální banky (Černohorský, 2020, s. 78)

V souvislosti s monetární politikou je vhodné zmínit také směr operačního cíle v závislosti na aktuální ekonomické situaci a to ve formě expanzivní, nebo restriktivní monetární politiky (Jílek, 2013, s. 18).

Expanzivní monetární politika

Expanzivní monetární politiku můžeme podle Jílka (2013, s. 18) chápat také jako uvolnění podmínek a to tak, že se sníží zmíněná krátkodobá úroková míra, která je úzce spojena se stahováním nebo dodáváním likvidity. Krátkodobá úroková míra má vliv na další úrokové míry v ekonomice a jejich snížení (tedy zlevnění těchto zdrojů) poté podporuje úvěrovou expanzi. Uchýlení se k expanzivní monetární politice je v časech hospodářského útlumu k “nakopnutí ekonomiky“ z titulu předpokladu nízké inflace, vysoké nezaměstnanosti.

Restriktivní monetární politika

Přesný opak expanzivní politiky je monetární politika restriktivní, která má za cíl utlumit přílišnou ekonomickou aktivitu, která by mohla vést až k přehřátí ekonomiky. Zvýší se úroková míra, což má za následek snížení rychlosti oběhu peněz v souvislosti se zdrženlivostí domácností či podniků se zadlužovat s vyššími náklady. Cílem je zabránit dalšímu zvyšování inflace spojené s nadměrným růstem mezd v ekonomice. (Jílek, 2013, s. 18)

1.2.1 Konečný cíl – cenová stabilita

“Price stability is the best contribution that monetary policy can make to economic growth“ (Monetary Policy, c2021).

Jak nastiňuje citát Evropské centrální banky (ECB) výše, tak cenová stabilita je nejlepším příspěvkem monetární politiky k ekonomickému růstu.

Evropská centrální banka a její kvantitativní definice cenové stability říká, že cenové stability je dosaženo při meziročním růstu cenové hladiny těsně pod úrovní 2 % dle harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) a to ve střednědobém horizontu (Benefits of price stability, c2021).

Dále lze stabilitu cen například podle FED (Federal Reserve System) chápat tak, že podniky se nemusí obávat změny cen v souvislosti s plánováním, nebo také v případě dlouhodobých půjček ať na straně věřitelů či dlužníků. Žádoucí je průměrná inflace na úrovni 2 % v dlouhodobém horizontu, což má pozitivní vliv na rozhodování domácností a firem vedoucí ke stabilní ekonomice (What economic goals does the Federal Reserve..., 2020).

Česká národní banka s hlavní úlohou v podobě cenové stability jedná podle zákona o ČNB § 2 č. 6/1993 Sb. a článku 98 Ústavy České republiky. Cenovou stabilitou se opět myslí mírné tempo růstu spotřebitelských cen s inflačním cílem také na úrovni 2 %, ovšem

s možným maximálním vychýlením o jeden procentní bod nahoru a dolů (Úloha měnové politiky, c2021).

Benefity cenové stability

Zde jsou popsány benefity cenové stability podle ECB (Benefits of price stability, c2021):

- větší transparentnost cenového mechanismu pro lepší rozhodování spotřebitelů v závislosti na porovnání cen daných výrobků mezi sebou a s tím spojená lepší distribuce zdrojů
- redukce prémie za riziko jako jedné ze složek úrokové míry spojené s inflací (podpora investic)
- snížení inflačních nebo deflačních výkyvů má pozitivní dopad na daňový a sociální zabezpečovací systém, který je poté stabilnější a neovlivňuje negativně ekonomické chování spotřebitelů
- prevence před přeléváním příjmů a bohatství v důsledku zvyšování či snižování cenové hladiny

1.2.2 Alternativní forma měnové politiky

V souvislosti s měnovou politikou je vhodné zmínit také *kvantitativní uvolňování*, které je podle Jílka (2013, s. 20) také možné zařadit jako jednu s forem monetární politiky, která lze dle požadovaného vlivu na ekonomiku považovat za formu expanzivní monetární politiky.

U kvantitativního uvolňování, anglicky známého jako quantitative easing je cílem snížení strmosti výnosových křivek (pokles krátkodobé i dlouhodobé úrokové míry), pomocí odkupu dlouhodobějších cenných papírů či finančních aktiv od bankovních i nebankovních jednotek, což má mimo jiné za následek také velké zvýšení bilance centrální banky (Jílek, 2013, s. 20; Investopedia staff, 2021b).

K takovému kroku se podle Investopedia staff (2021b) centrální banka uchyluje zejména, pokud jsou již vyčerpány možnosti aktuální měnové politiky a krátkodobá úroková míra je již blízko nule. Obchodním bankám se navýší likvidita v podobě rezerv u centrálních bank a jsou tedy nadále schopny poskytovat úvěry díky zvýšenému objemu likvidity. Jílek (2013, s. 20) dodává, že za kvantitativní uvolňování se označuje až opravdu obrovské navýšení bilanční sumy centrální banky a nelze si ho plést s běžným odkupem cenných papírů centrální bankou.

Aktuálně v souvislosti s pandemií COVID-19 rozhodl FED (Federal Reserve System) o uvolnění 700 miliard dolarů, tj. nákupu finančních aktiv v této hodnotě na podporu boje s pandemií. Toto bylo později rozšířeno o stanovisko o měsíčním odkupu pokladničních poukázek a hypotečních zástavních listů v hodnotách 80 a 40 miliard dolarů (Investopedia staff, 2021b).

Možné negativní dopady kvantitativního uvolňování podle Investopedia staff (2021b) v čele s tím asi nejhorším, čímž je zvýšení cenové hladiny bez kýženého růstu produktu tj. jev nazývaný stagflace. Stejně tak se kvantitativní uvolňování může minout účinkem, protože banky nemohou být nuceny zvyšovat úvěrovou aktivitu a věřitelé si více půjčovat, což může být ostatně problémem i v běžném provádění měnové politiky.

Jedním z příkladů neúspěchu je Asijská finanční krize v roce 1997, která donutila Japonskou centrální banku (Bank of Japan) použít kvantitativního uvolňování, proti boji s tehdejší deflací. Přesto nebylo dosaženo kýženého efektu a hrubý domácí produkt poklesl z 5,45 bilionu dolarů na 4,52 bilionu mezi lety 1995 – 2007. Dalším příkladem je kvantitativní uvolňování Americkým federálním rezervním systémem (FED) mezi lety 2008 – 2014, z kterého nakonec ke konci roku 2017 vzešly nadměrné rezervy bank ve výši 2,7 bilionu dolarů. Tyto měly být původně použity pro podporu ekonomiky jako investice bank nebo likvidita k vypůjčení, což se nestalo (Investopedia staff, 2021b).

Na závěr je tedy vhodné citovat pana Jílka a mít na paměti, že *“každé nové peníze znehodnocují staré peníze vlastněné starými vlastníky”* (Jílek, 2013, s. 22)

1.3 Nástroje měnové politiky

Centrální banky používají určité nástroje měnové politiky, pomocí kterých ovlivňují dané cíle, až k cíli konečnému. Tyto nástroje můžeme dělit z různých hledisek (dobu trvání, adresnost, četnost použití tj. dle výjimečnosti). Základním zaužívaným rozdělením je na nástroje *přímé*, tedy spíše regulační povahy, nebo nástroje *nepřímé*, které působí na finanční systém jako celek (Rejnuš, 2014, s. 82, 89).

Mezi *nepřímé* nástroje měnové politiky řadíme:

Operace na volném trhu

Tento nástroj měnové politiky je podle Revendy (2011, s. 221-222) na rozdíl od ostatních nástrojů velmi efektivní zejména co se týče regulace rezerv bank, které souvisí s měnovou bází, ale také v regulaci krátkodobé úrokové míry. Ve stručnosti se jedná o nákup, nebo

odkup cenných papírů centrální bankou s tím, že protistranou centrální bance je banka obchodní. Nejčastější je obchod se státními cennými papíry, případně s vlastními cennými papíry centrální banky, centrální bankou emitovanými. S efektem zvýšení či snížení rezerv bank a jejich úvěrové kapacity se při prodeji jedná o expanzivní a při odkupu o restriktivní monetární politiku. Současně zvýšení či snížení rezerv bank ovlivňuje jak tržní úrokovou míru, tak i úrokovou míru cenných papírů, pokud nebyla stanovena.

Formy těchto operací jsou prodeje či nákupy nevratné, takže dlouhodobého charakteru nebo tzv. *Repo operace*, které jsou reverzní se závazkem zpětného odkupu za předem stanovený výnos (úrok). Operace zpravidla trvají 14 dnů. V této souvislosti centrální banka používá stěžejní 2T repo sazbu, jako jednu ze tří hlavních úrokových sazeb používaných centrální bankou, dalšími jsou diskontní a lombardní sazba rozebrané dále v textu (Měnověpolitické nástroje, c2021; Rejnuš, 2014, s. 85, 86).

Povinné minimální rezervy

Jedná se o povinnost obchodních bank ukládat u centrální banky jisté procenta z vkladů klientů jako rezervu (v ČR jsou to 2 %). Hlavním cílem tohoto nástroje je ovlivňování možností obchodních bank z hlediska poskytování úvěrů tím, že se mění objem peněz, který mají banky k dispozici (Černožský, 2020, s. 90).

Úloha povinných minimálních rezerv se však podle Molnára (2021) značně změnila a existence tohoto nástroje v rozvinutých ekonomikách přetrvává zejména díky tomu, že pomáhají udržovat likviditu bank a slouží také pro hladší mezibankovní styk včetně podpory obchodu mezi bankami. V rozvojových zemích je tohoto nástroje využíváno například k regulaci přílivu kapitálu a podmínek měnové politiky.

Molnár (2021) popisuje aktuálně tři verze využití povinných minimálních rezerv centrálními bankami ve světě. Stále se používají zejména centrálními bankami v rozvojových zemích při realizaci makroobezřetnostní a měnové politiky (Brazílie, Kolumbie, Čína a další). Dále, je možné pozorovat využití těchto rezerv při neměnných a nízkých sazbách jako například v České republice se 2 %, nebo u Evropské centrální banky a Maďarské centrální banky ve výši 1 %. Odůvodněním je stabilita mezibankovních sazeb. Poslední skupinou jsou centrální banky, které povinné minimální rezervy nevyužívají vůbec. Příkladem je Federální rezervní systém (FED), německá Riksbank nebo Anglická centrální banka (BoE).

Diskontní nástroje

Zde můžeme podle Revendy (2015, s. 295) zařadit především úvěry poskytované centrální bankou včetně k nim náležících úrokových sazeb a automatické facility. Cílem u zmíněných úvěrů je ovlivnění měnové báze, která je součtem oběživa a rezerv bank a automatické facility poté ovlivňují krátkodobou úrokovou míru. Také je třeba upozornit, že na měnovou bázi mají tyto úvěry pouze jednostranný dopad, a to že ji zvyšují, naproti tomu operace na volném trhu působí obousměrně.

Diskontní úvěry můžeme podle Revendy (2015, s. 230) rozdělit na klasické, užívané zejména pro potřeby akutní likvidity, nebo sezónní. Principem těchto úvěrů je, že centrální banka stanoví možný limit úvěru dílčí bance a ta poskytne centrální bance jako krytí kvalitní cenné papíry. Znakem těchto úvěrů je zejména, že jsou krátkodobé v rozpětí jednoho až tří měsíců a poskytované pouze "bezproblémovým bankám". Tyto úvěry jsou úročeny diskontní sazbou tj. nejnižší sazbou ekonomiky, jejíž výše ovlivňuje cenu a tedy i ochotu bank si půjčovat. Ovšem je nutné podotknout, že při nutnosti si vypůjčit bude pro banku pravděpodobně diskontní úvěr tou nejlevnější volbou, navzdory zvýšení diskontní sazby a naopak při jejím snížení a při aktuálním dostatku likvidity nemají banky povinnost si zdroje touto formou opatřovat.

Lombardní úvěry, jak popisuje Rejnuš (2014, s. 84) se liší oproti diskontním úvěrům zejména ve vyšší lombardní sazbě, protože jsou poskytovány problémovějším bankám. Pro centrální banku tak plyne vyšší riziko z poskytnutí úvěru. Tyto jsou výlučně poskytnuty proti zástavě cenných papírů, jako jsou dluhopisy či směnky, zpravidla v nižší hodnotě než je daná zástava (možná nižší kvalita cenných papírů a změna jejich ceny). Funkci měnového nástroje plní dle autora pouze v případě zvyšování měnové báze za účelem doplnění likvidity a ne když plní spíše funkci nouzového úvěru, ovšem Revenda (2015, s. 232) vysvětluje, že měnová báze se mění samozřejmě vždy.

Automatické facility lze chápat jako vnitrodenní úvěry od centrální banky čerpané přes noc a vklady uložené přes noc u centrální banky s cílem regulace krátkodobé úrokové míry. Funkce depozitní facility je taková, že banky s přebytkem rezerv na konci dne si mohou přes noc uložit u centrální banky tuto likviditu s požadavkem na úročení pomocí diskontní sazby. Naproti tomu úvěrová facility je tu pro banky s deficitem volných rezerv, které si přes den vypůjčily likviditu (bezüročně proti zástavě cenných papírů), například kvůli hladkému mezibankovnímu styku a nesplatily ji dokonce dne. Tento dluh je poté úročen

lombardní sazbou. Krátkodobé mezibankovní úrokové sazby se pohybují v koridoru mezi diskontní a lombardní sazbou (Revenda, 2015, s. 232-233).

Devizové intervence, jedná se o nákupy cizí měny za domácí měnu centrální banky, nebo prodeje cizí měny za měnu domácí, ale také je možné vůči více cizím měnám najednou (přímé intervence). Cílem je buď ovlivnění přílišného kolísání měnového kurzu, nebo jako nástroj expanzivní, či restriktivní měnové politiky. Nejsou často využívaným nástrojem v režimu cílování inflace, přesto byly použity například Českou centrální bankou, když už nebylo možno použít jiného uvolnění měnové politiky kvůli úrokových sazbám blížícím se nule. Mezi lety 2013 – 2017 tedy probíhalo cílené oslabování české koruny proti euru na úrovni 27 CZK/EUR. Dalším typem jsou intervence nepřímé, které působí na změnu kurzu mezi domácí měnou a cizím měnám pomocí regulace úrokových sazeb, které potom ovlivňují příliv nebo odliv zahraničního kapitálu. (Měnověpolitické nástroje, c2021; Rejnuš, 2014 s. 88; Revenda 2015, s. 234)

Mezi *přímé* nástroje měnové politiky řadíme:

Pravidla likvidity

Jsou podle Revendy (2011, s. 250) zařaditelné jako nástroj měnové politiky, ale s jistými připomínkami. Naopak Rejnuš (2014, s. 89) říká, že jde o velmi užívaný nástroj, který by měl zajistit kýženu likviditu bank pro jejich bezproblémové fungování. Může se jednat o adresné nařízení konkrétní bance nebo pro celý bankovní sektor, ovšem bez většího vlivu z pohledu měnové politiky. Stanovení pravidel probíhá buď předepsanou strukturou bilance banky tj. aktiv a pasiv, nebo vzájemnou provázaností mezi nimi. Zde doplňuje opět Revenda (2011, s. 250) například určení vzájemného poměru mezi krátkodobými vklady a aktivy, ale i povinné minimální rezervy.

Limity úvěrů (kontingenty)

Jsou dalším, dle Rejnuše (2014, s. 89) vůbec “nejtvrdším“ nástrojem, který mohou centrální banky aplikovat. Znakem je výjimečné použití při nutnosti regulace činnosti dílčích bank, zejména kvůli velkému zásahu do jejich podnikání. Lze je rozdělit na *relativní limit*, jako nejvyšší možná výše úvěru od centrální banky, nebo *absolutní limit*, který stanovuje maximální výši úvěrů od obchodní banky pro její klienty.

Limity úrokových sazeb

Další z přímých nástrojů, jak uvádí Rejnuš (2014, s. 90) je využíván pouze sporadicky ve vyspělých zemích a to již z výše popsaných důvodů, nepřiměřeném zásahu do hospodaření obchodních bank. Jak napovídá název, tak jde o maximální možný úrok, jaký může banka požadovat při poskytnutí úvěru a na druhou stranu zase minimální úrok, který banka poskytuje klientům jako zhodnocení uložených depozit.

Povinné vklady

Již nepřilíš využívaný nástroj, jehož primární funkcí je zejména snaha o to, aby nebyly bankám poskytovány přebytečné vklady centrálních orgánů, například ministerstev, které by poté zvyšovaly volné rezervy bank. Avšak spíše jde o kontrolu pohybu na účtech těchto subjektů ze strany centrální banky s tím, že v současnosti už mají tyto subjekty možnost si vybrat, u koho si prostředky uloží. Záleží tedy, zda je preferována jistota u centrální banky s menším výnosem, nebo naopak (Revenda, 2011, s. 250).

Doporučení, dohody a výzvy

Jedná se o jakousi vzájemnou kooperaci mezi centrální bankou a ostatními bankami v systému ve formě písemné, či ústní. Centrální banka doporučuje (nenařizuje), jak by se měly banky v daném období chovat, nebo také vyzývá, což je již přísnější forma výše zmíněných doporučení. Dohody jsou již opatřeny nějakou smlouvou, z jejíhož nedodržení může centrální banka vyvodit následky v podobě různých sankcí vůči ostatním bankám. Závěrem lze podotknout, že tyto "přání" centrální banky je jistě vhodné brát v potaz, aby se předešlo možné ztrátě nedůvěry od centrální banky vůči ostatním bankám, která by mohla takové nerespektování potrestat v podobě nějaké regulace činnosti dané banky (Revenda, 2011, s. 251).

2 INFLACE

Tato kapitola navazuje na hlavní cíl měnové politiky a to cenovou stabilitu, která byla popsána dříve v této diplomové práci. Problematika inflace, jak uvádí Soukup (2010, s. 30 – 32) začíná u cenové hladiny, která udává zevšeobecněnou cenovou úroveň v dané ekonomice na základě vybraných položek konečné spotřeby, dále viz podkapitola 2.2. Právě změny (trvalý růst) této cenové hladiny, nebo také úrovně cen v čase označujeme jako míru inflace. Míra inflace je udávána v procentních změnách cenové hladiny oproti předešlému období (roku), nebo také meziroční (stejný měsíc v jiném období), nebo meziměsíční. Podle Českého statistického úřadu (Inflace, míra inflace - Metodika, 2021) jsou všechny zmíněné “míry“ inflace správné, pouze je nutné uvědomit, z jakého hlediska se na tyto údaje díváme a k jakému účelu slouží. Například průměrná míra inflace tj. změna mezi dvanácti posledními měsíci proti dvanácti předešlým měsícům se využívá v souvislosti s reálnými veličinami, jak podotýká Soukup (2010, s. 312).

Černohorský (2020, s. 164) upozorňuje, že o inflaci se nejedná při krátkodobých cenových výkyvech a růst cenové hladiny v ekonomice lze považovat za inflaci až při nepřetržitém růstu alespoň ve dvou na sebe navazujících čtvrtletích. I toto tvrzení je ovšem závislé na pohledu viz kapitola 2.1, ke kterému se přikloníme.

Z druhů inflace zmiňuje Soukup (2010, s. 33) *inflaci mírnou*, která nemění důvěru v domácí měnu, dále *pádivou inflaci*, která je opakem a *hyperinflaci*, která s hodnotami v tisících procent diskredituje měnu jako platidlo (např. období světových válek).

Deflace

V souvislosti s inflací je vhodné si připomenout i situaci přesně opačnou (mnohdy horší) a tou, jak popisuje Jílek (2013, s. 100) je deflace, která je běžným jevem v ekonomice v průběhu hospodářské recese. Cenová hladina se tedy na rozdíl od inflace snižuje a přesto, že se zvýší reálná hodnota měny v dané zemi a naše nákupy jsou tedy levnější, tak deflace není žádoucím jevem z následujících důvodů:

- očekávání v další snižování cen oddaluje aktuální spotřebu
- pokles HDP a zaměstnanosti
- zvětšování rozdílů mezi různými sociálními vrstvami
- růst reálné úrokové míry

Reálný případe deflace v historii byl například v USA na sklonku 19. století popisován Jílkem (2013, s. 100). V průběhu třiceti let od roku 1863 zejména díky vývoji železniční dopravy poklesly ceny až o 50 %. Také světová hospodářská krize (1929 – 1933) až s 20 % deflací ve stěžejních zemích znamenala pokles výroby podobných rozměrů s následkem rekordní nezaměstnanosti až ve výši 32 % a poklesu HDP o 30 % v USA, kde krize také započala. Toto bylo zejména způsobeno zmíněným odložením spotřeby domácností, což Jílek popisuje jako to “nejhorší“. Krachem akciového trhu bylo postiženo až 30 milionů obyvatel USA, což byla v té době cca jedna čtvrtina populace USA s následnou destrukcí ekonomik dalších zemí po přesunu do Evropy.

Černohorský (2020, s. 176-177) tedy popisuje deflací jako spirálu obsahující zvyšování reálných dluhů (zvyšování reálné úrokové míry), podnikových krachů, útlumu ekonomiky a také zvýšené nezaměstnanosti. Také by měla být dlouhodobějším jevem, poněvadž v krátkém období může být snižování cen prospěšným impulsem pro ekonomiku. Avšak vážnost deflace v dlouhém (víceletém) období by tedy neměla být opomíjena ani v kontextu s takovým problémem, jakým může být vysoká inflace.

2.1 Různé pohledy na inflaci

Zde budou popsány dva nejznámější přístupy k problematice inflace a to z pohledu tzv. Monetaristů a Keynesovců a to především z pohledu vzniku inflace, tedy příčin které ji způsobují.

Monetaristický pohled

Úvodem Mishkin (2011, s. 3-4) popisuje situaci z historie mezi 50. – 60. lety minulého století, kdy byla řadou ekonomů podrývána důležitost monetárních faktorů na úkor fiskálních v oblasti měnové politiky a vlivu na inflaci v návaznosti na zkoumání příčin velké hospodářské krize. Dle Mishkina tomu pomohla i J. M. Keynesova teorie zaměstnanosti, úroku a peněz. Jednalo se spíše o zkoumání agregátní poptávky a jejích změn, které byly považovány za hlavní původce problémů. Ovšem monetaristé v čele s Miltonem Friedmanem byli zastánci názoru, že na vině byla spíše špatná monetární politika v čele s růstem peněžní zásoby, která je příčinou vysoké inflace. Zde si lze připomenout slavné Friedmannovo rčení, že *“Inflace je vždy a všude peněžním jevem“*.

Monetaristická definice inflace má tedy za to, že nadměrná emise peněz je původcem dlouhodobého růstu cenové hladiny a Revenda (2015, s. 297) také podotýká, že při zkou-

mání inflace z tohoto pohledu je vhodné využívat procentní přírůstkové rovnice směny viz vzorec (1):

$${}_{\%}M + {}_{\%}V_y = {}_{\%}P + {}_{\%}Y \quad (1)$$

Inflace dle této teorie vzniká v případě, že roste peněžní zásoba (M) a to jak bylo popsáno výše “dlouhodobě“, přičemž tento růst převyšuje přírůstky potenciálního produktu (Y), což je možno vyjádřit vzorcem (2):

$${}_{\%}M - Y_{POT} > 0 \rightarrow {}_{\%}P > 0 \quad (2)$$

Černohorský (2020, s. 166) ovšem upozorňuje, že v podmínkách dnešní doby na základě specifik moderních ekonomik již není tak jednoduché vztahy mezi růstem peněžní zásoby a cenové hladiny pozorovat, zejména tedy u nízko-inflačních ekonomik, které mají cílování inflace jako hlavní režim měnové politiky. Dále peněžní zásoba je již tvořena bankovním systémem jako celkem, což také ztěžuje její kontrolu ze strany centrální banky. Rychlost oběhu peněz je podpořena inovacemi v bankovníctví (online platby), peněžní agregáty tím trochu ustoupily do pozadí. Také například inovace (nové moderní technologie), které firmám snižují náklady se nakonec neprojeví v tak vysokém zdražování, jak by se dalo očekávat. Naopak u méně otevřených ekonomik s vysokou mírou inflace je vztah peněžní zásoby a cenové hladiny mnohem více patrný.

Keynesiánský pohled

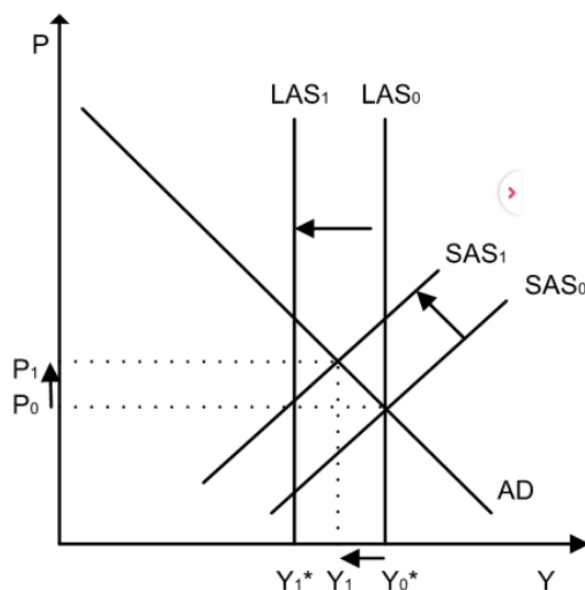
Názor tohoto ekonomického směru na inflaci a příčiny, které ji způsobují je zakořeněn v problematice agregátní poptávky a agregátní nabídky, konkrétně inflací způsobenou ze strany poptávky, nebo ze strany nabídky (Černohorský, 2020, s. 169).

Nabídková inflace viz obrázek (Obr. 4) vzniká podle Černohorského (2020, s. 169), pokud se sníží agregátní nabídka znázorněná křivkami LAS (dlouhodobá) a SAS (krátkodobá). Existují faktory, které přes produkční funkci působí na dlouhodobou i krátkodobou agregátní nabídku současně nebo se jedná o faktory, kdy se mění pouze krátkodobá agregátní nabídka beze změny produktu.

První zmíněné faktory mohou být například přírodní katastrofy, kdy při omezeném množství zdrojů v ekonomice zaznamenáme posun obou křivek agregátní nabídky doleva. Zároveň se sníží potenciální produkt z Y_0^* na Y_1^* a zvýší se cenová hladina z P_0 na P_1 . Bod Y_1 je krátkodobým přehřátím ekonomiky. Pro doplnění jsou Revendou (2015, s. 307) pozna-

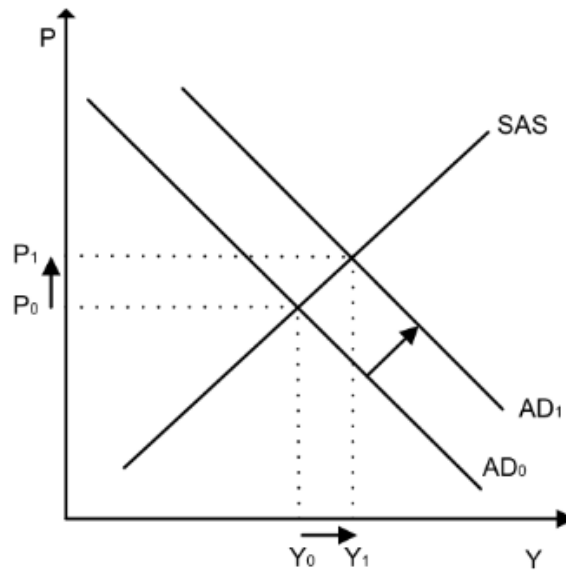
menány příčiny, jako změny klimatických pásem nebo také kontaminace půdy v důsledku jaderných katastrof.

Další zmíněná skupina faktorů tvoří například inflaci nákladovou (růst cen materiálu), mzdovou inflaci (růst mezd), nebo inflaci způsobenou zvyšováním cen monopolů. Tyto situace znamenají, že se nemění potenciální produkt a posunuje se pouze křivka krátkodobé agregátní nabídky SAS_0 do SAS_1 za sníženého krátkodobého výstupu ekonomiky do Y_1 . Opět následuje zvýšení cenové hladiny. Vzhledem k tomu, že se neposunula křivka LAS (úroveň potenciálního výstupu ekonomiky), tak nelze hovořit o přehřátí ekonomiky jako v prvním případě a úroveň výstupu bude pod potenciálním.



Obr. 4. Znázornění posunu nabídkových křivek (Černohorský, 2020, s. 169)

Poptávková inflace je naopak způsobena posunem agregátní poptávky ($AD_0 \rightarrow AD_1$) nahoru viz obrázek (Obr. 5.). Toto je způsobeno zejména faktory typu snížení úrokových sazeb centrální bankou (expanzivní monetární politika), výdajů vlády, nebo také rostoucí nabídkou peněz a zvýšení výdajů domácností například vlivem zvýšených mezd (Černohorský, 2020, s. 170; Revenda, 2015, s. 306-307).



Obr. 5. Poptávková inflace (Černohorský, 2020, s. 171)

2.2 Měření inflace

Jak je popsáno Soukupem (2010, s. 312), tak pro znázornění míry inflace se nejčastěji používá ukazatel průměrné míry inflace spočítaný na základě změny průměrné cenové hladiny v čase. Cenová hladina je vyjadřována pomocí tzv. cenových indexů, které jsou popsány níže. Jak již bylo zmíněno na začátku této kapitoly, tak můžeme měřit také změnu daného měsíce proti stejnému měsíci předchozího roku, což nám pro změnu eliminuje vliv sezónních vlivů a také změnu meziměsíční proti předchozímu měsíci ve stejném období. Míra inflace je tedy měřena dle vzorce níže:

$$\pi = \frac{P_1 - P_0}{P_0} * 100 \quad (3)$$

kde P_1 je cenová úroveň v období běžném a P_0 v období referenčním (základním), nebo také minulém.

2.2.1 Cenové indexy

Cenové indexy jsou tedy využívány pro zjištění cenové hladiny, podle které se vypočítá míra inflace viz výše.

Nejznámějším indexem je *index spotřebitelských cen* (CPI – Consumer Price Index), který na základě vybraných položek (výrobky, služby) ve spotřebním koši porovnává změnu jejich ceny ve dvou obdobích. Položky mají přiřazeny váhy na základě toho, jakou část spotřeby zastávají na celkových výdajích domácností na spotřebu. Tyto jsou udávány

v promilích. V České republice tento koš pro rok 2021 obsahuje cca 450 položek v kategoriích potravin, alkoholu, tabákových výrobků, nepotravinářského zboží či služeb (Inflace, míra inflace - Metodika, 2021). Výpočet indexu dle vzorce:

$$CPI = \frac{\sum p_t^i q_0^i}{\sum p_0^i q_0^i} \quad (4)$$

kde 0 je základní období, t je běžné období, p^i je cena i-tého statku, q^i je množství i-tého statku.

Index cen výrobců (PPI – Producer Price Index) je dalším z indexů, který dle Soukupa (2010, s. 31) může signalizovat budoucí změny v indexu spotřebitelských cen. Důvodem je, že se zde objevují ceny průmyslových výrobců, zemědělců a dalších. Tento koš tedy obsahuje ceny výrobních materiálů, surovin a dalších, které mají opět přiřazeny dané váhy.

Dalším indexem je *Deflátor HDP* (implicitní cenový deflátor – IPD), který je vypočten jako podíl nominálního a reálného HDP. Jak popisuje Soukup (2010, s. 31-32), tak zde jsou již zahrnuty prakticky všechny statky v ekonomice. Díky použití reálného produktu se mění i váhy různých statků v celkovém produktu. Negativem může být poměrně větší složitost výpočtu díky mnohem většímu počtu statků zahrnutých ve výpočtu oproti indexu spotřebitelských cen (CPI) a také, že jsou zahrnuty pouze statky vyrobené v domácí ekonomice. Naproti tomu Revendou (2015, s. 302), je větší komplexnost deflátoru HDP považována za klad oproti CPI také vzhledem k reálnému HDP, které hraje důležitou roli v problematice modelování inflace. Nevýhodou je naopak zmíněna čtvrtletní frekvence vykazování oproti měsíční u CPI.

V souvislosti s cenovými indexy lze zmínit i *Harmonizovaný index spotřebitelských cen* (HICP), který má zajistit možnost porovnání změn spotřebitelských cen napříč zeměmi Evropské unie. Evropský systém centrálních bank jej používá například pro dosažení cíle cenové stability (cenová stabilita dle ECB viz 1. kapitola) zakořeněného ve smlouvě o fungování Evropské unie. Dále také při vstupu země do měnové unie pro posouzení cenové konvergence. Referenčním obdobím je rok 2015=100 (Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) - Overview, 2021).

Podle Niedźwiedzińskiej (2018, s. 32) existují v různých zemích výjimky v přístupu k měření inflace, například v Jižní Africe za užití CPI pro obydlené oblasti, nebo Peru pro jejich hlavní město Limu a to z důvodu obtížného měření za zemi jako celek. Také zmiňuje například jádrovou inflaci, kdy nejsou do spotřebního koše zahrnuty například energie, jídlo a

regulované ceny, které jsou mimo dosah měnové politiky. V dnešní době se ale dle autorky používá spíše jen jako doplněk, ne jako primární ukazatel inflace. Použití bylo možné vidět v časech začátků inflačního cílování vzhledem ke skepticismu k této nové strategii.

Závěrem lze říci něco ke kritice cenového indexu (CPI). Tou je podle Revendy (2015, s. 301) například různé, tedy individuální složení spotřebního koše v různých sociálních vrstvách a s tím spojené jiné vnímání cen, než jaké je indikováno podle daného indexu. Dále také neměnnost vah daných položek spotřebního koše s přihlédnutím k procesům substituce u spotřebitelů, která by jim zajistila stejný užitek při jiné kombinaci statků. Ovšem toto se zdá být technicky neproveditelné díky značné subjektivnosti uživatelské funkce spotřebitele. Soukup (2010, s. 318) například podotýká zvyšování cen v závislosti na zvyšování kvality zboží, přičemž růst kvality je rychlejší než růst ceny. To znamená, že například pětiletá fixní struktura spotřebního koše jen těžce může zachytit takové změny. Z opačné strany může cenový index podhodnocovat realitu, pokud se při vyšší životní úrovni přesune spotřeba k dražším statkům. Ovšem spíše se setkáme s nadhodnocením skutečné míry inflace.

2.3 Dopady inflace

Různé dopady inflace budou popsány níže, včetně těch, které mohou být negativní či pozitivní, nebo mohou navzdory své škodlivosti být zdánlivě prospěšné pro jednu stranu a pro protistranu nikoliv.

Redistribuční efekt

Podle Revendy (2011, s. 279) je tento jev jedním z hlavních argumentů proti inflaci všeobecně. Efekt redistribuce probíhá mezi různými ekonomickými subjekty a to tak, že jedněm je pohoršeno a druhým polepšeno (např. bohatí x chudí).

Základní skupiny, které redistribuční efekt ovlivňuje, jsou popsány Revendou (2011, s. 280-281) jako:

Poplatníci progresivních daní z příjmů a jejich příjemci (stát) – vyšší příjem značí vyšší odvody k příjemcům těchto daní a naopak při deflaci. Soukup (2010, s. 330) doplňuje, že se jedná o jev zvaný taxfence – nominální příjmy jsou zdaněny vyšší sazbou a toto může vést až k nekalým praktikám podnikatelských subjektů, tak aby se vyhnuly vyšším odvodům.

Zaměstnanci a zaměstnavatelé – neúměrné zvyšování nominálních mezd vzhledem k inflaci přesunuje bohatství k zaměstnavatelům a naopak při snižování inflace tj. při deflaci.

Věřitelé a dlužníci – neúměrné zvyšování úrokových měr dle aktuálního vývoje inflace vede ke znehodnocování splácené jistiny a přesun části důchodů je směrem k dlužníkům. Při deflaci je efekt opačný včetně hranice v podobě úrokové sazby, která se blíží nule a roli zde hraje také možná neschopnost splácení na straně dlužníků.

Správná a chybná předpověď – subjekty s lepší předpovědí vývoje inflace přijímají část důchodů od těch, které tento vývoj předpovídaly nepřesně.

Firmy v konkurenčním prostředí versus oligopoly a monopoly - nezávislost oligopolu a monopolu na konkurenci přináší výhodu v podobě přesunu bohatství od firem z konkurenčního prostředí vzhledem k rychlejší možné reakci na zvyšování cen a naopak nenutnosti jejich snižování v době deflační.

Náklady inflace

Z čistě negativního hlediska popisuje Soukup (2010, s. 328- 329) například zvýšené *transakční náklady* z důvodu vyšších nominálních částek, které budeme potřebovat k placení. Vyšší náklady způsobené inflací můžeme pozorovat také jako častější výběr hotovosti a vyšší náklady spojené například s tiskem ceníků, nových produktových katalogů a dalších nazývané jako *náklady ošoupané podrážky*. Dle předních ekonomů by tyto zdánlivě nepatrné náklady v globále mohly dosáhnout například v USA až 0,3 % HDP při 10 % očekávané míře inflace. Zvýšené *náklady na obsluhu finančního sektoru* můžeme naopak sledovat při růstu zaměstnanosti vyvolaného vyšší inflací a naopak. Za zmínku stojí také možné *zpomalení investiční aktivity*, které je způsobeno zejména neočekávanými změnami inflace, které jsou komplikací pro strategické plánování v podnicích. Podle Černohorského (2020. s. 174) se zmíněná investiční aktivita soustředí spíše na krátkodobé investice, jelikož delší období je problematické z hlediska odhadu cenového vývoje.

Pozitivní dopady inflace

Jak víme z kapitoly č. 1, tak cenové stability je příkladně podle Evropské centrální banky, Federálního rezervního systému a České národní banky dosaženo na úrovni cenové hladiny 2 % (ECB těsně pod touto hranicí). Z kapitoly č. 2 a popisu deflace zase víme, že ani dlouhodobě záporná, nebo klesající cenová hladina není v dlouhém období pro ekonomiku výhodou a je mnohdy i horší než samotná inflace.

Inflace, přes všechny problémy které způsobuje, tak může mít i pozitivní efekty a to pokud se pohybuje v rozumné míře a to do výše 5 %, jak je uvedeno Černohorským (2020, s. 174-175), nebo Soukupem (2010, s. 331) v rozmezí 2 – 4 %. Mírná inflace je tedy žádoucí a podporuje ekonomický růst například tím, že podporuje investice firem a také inovace, které jsou umožněny podnikům díky vyšším cenám. Poté je možno prodávat kvalitnější zboží, či zboží, ze kterého plyne větší užitek pro spotřebitele. Dále je uváděna lepší efektivnost měnové politiky ve vztahu k agregátní poptávce díky možnosti záporných reálných úrokových sazeb. Toto následně podporuje zvýšené úvěrování ze strany ekonomických subjektů a má vliv na zmíněnou agregátní poptávku, tedy její zvýšení. Soukup (2010) také doplňuje udržování stabilní míry nezaměstnanosti a zamezení zmatečného chování ekonomických subjektů v důsledku nestabilní úrovně cen.

Černohorský (2020, 175) a Soukup (2010, s. 331) také zmiňují nulovou míru inflace, která by se z laického pohledu mohla zdát v pořádku. Ovšem jak mírná inflace podporuje inovace, tak nulová jim brání. Útlum ekonomického růstu díky útlumu investic, které jej podporují, by byl problémem pro ekonomiku. Zmíněná podpora stabilní úrovně nezaměstnanosti při mírné inflaci by zde neplatila. Firmy mohou v období mírné inflace ponechat mzdy na dané úrovni a v případě aktuálních problémů je nezvyšovat, inflace přirozeně sníží jejich reálnou výši. Při nulové inflaci by již snížení firemních nákladů z titulu nepříznivého vývoje podnikání vedlo k opravdovému snížení mezd, což by se pravděpodobně nesetkalo s pozitivním ohlasem (zaměstnanci, odbory) a mohlo by zapříčinit propouštění a tedy zvýšit nezaměstnanost mimo stabilní úroveň.

2.4 Režimy měnových politik

V této podkapitole budou stručně popsány základní režimy měnových politik, což bude zakončeno režimem cílování inflace, kterým je předmětem zbytku této diplomové práce.

Režim měnové politiky je dalo by se říci strukturou, pomocí které se provádí daná měnová politika. Ulehčuje rozhodování při dosahování vytyčených cílů, ale také zajišťuje, aby toto bylo srozumitelně interpretovatelné široké veřejnosti (Jaké jsou režimy měnové politiky?, c2021). Níže v tabulce (Tab. 2.) jsou počty zemí dle užití daného režimu měnové politiky ve světě dle četnosti:

Tab. 1. Užití režimů měnové politiky ve světě (International Monetary Fund, 2020)

Režim měnové politiky	Počet zemí
Cílování měnového kurzu	80
Cílování měnové zásoby	26
Cílování inflace	41
Ostatní	45

Režim s implicitní nominální kotvou

V tomto režimu centrální banka cíluje neurčenou (nespecifikovanou) veličinu, tedy je to její interní záležitost, je neveřejná. Tento režim nemá ovšem v rozvinutých ekonomikách současnosti přílišné opodstatnění, vzhledem k vysokým nárokům na důvěru v centrální banku a s tím spojenou transparentnost prováděné měnové politiky. Již z definice tohoto režimu nejsou tyto kritéria splněny (Černohorský, 2020, s. 108; Jaké jsou režimy měnové politiky?, c2021)

Cílování měnové zásoby

Zde se jedná o cílování peněžního agregátu, podle Černohorského (2020, s. 108) je to buď agregát označený jako M1 (oběživo, jednodenní vklady), nebo M2 (M1 + vklady se splatností do dvou let a s výpovědní lhůtou do tří měsíců). Původcem tohoto režimu je monetaristická kvantitativní teorie peněz, tedy že zvyšování cen je důsledkem zvyšování peněžní zásoby a naopak. Cílování peněžní zásoby (nabídky peněz) má tedy zajistit jak stabilní míru inflace, tak hospodářský růst.

V současnosti je složité zvolit vhodný peněžní agregát k cílování, jelikož dnešní moderní doba již úplně vztahu mezi peněžní zásobou a mírou inflace není tak nakloněna (Jaké jsou režimy měnové politiky?, c2021). Ostatně Černohorský (2020, s. 109) popisuje, že tento vztah nebyl stabilní ani v době, kdy byl tento měnově-politický režim používán ve vyspělých zemích (USA, Německo, Velká Británie a další v 80. letech 20. století). Již není podporován ani monetaristy a je používán cca ve 24 rozvojových zemích (Angole, Afghánistánu, Bělorusku a dalších).

Cílování měnového kurzu

Zde se jedná o nákup či prodej deviz tj. devizových intervencí tak, aby byl udržen směnný kurz na požadované úrovni, případně je dán rozsah kolem dané hodnoty. Cílem je zajištění stability domácí měny vůči měně v cizí zemi, kterou můžeme nazvat také zemí kotevní. Měna, ke které je směnný kurz "ukotven" (anglicky také exchange rate anchor) tak zajišťuje import cenové stability z této kotevní země. Nejčastěji používanou kotevní měnou je Americký dolar, který používá 38 zemí a poté Euro, které má jako kotevní měnu 25 zemí. Země, které tento režim měnové politiky využívají, jsou například Ekvádor, Irák, Spojené arabské emiráty, Bulharsko, Chorvatsko a další. Jako významnou nevýhodu lze považovat ztrátu nezávislosti měnové politiky. (International monetary fund, 2020; Jaké jsou režimy měnové politiky?, c2021)

Poslednímu ze základních režimů měnové politiky a to cílování inflace se věnuje následující kapitola č. 3.

3 CÍLOVÁNÍ INFLACE

Zde bude podrobněji popsáno cílování inflace, jako jeden z aktuálních a relativně mladých režimů měnové politiky, který aktuálně dle Mezinárodního Měnového Fondu aplikuje 41 ekonomik po celém světě. Tento režim je také hlavním tématem této diplomové práce.

Režim cílování inflace byl poprvé aplikován Novým Zélandem v roce 1990, kdy následovala řada vyspělých ekonomik – Kanada (1991), Izrael (1991), Velká Británie (1992), Švédsko a Finsko (1993), a také řada rozvojových ekonomik například v Latinské Americe (Brazílie, Chile), ale také Východní Evropě (Polsko, Česká Republika) a další (Warjiyo a Juhro, 2019, s. 224).

Podstatou tohoto měnově-politického režimu je, že centrální banka vyhlásí explicitní inflační cíl tj. hranici, nebo pásmo, ve kterém se má pohybovat a to na základě prognózovaného vývoje inflace. Pokud v ekonomice existují tlaky na vychýlení od inflačního cíle, případně pásma a to jak inflační tak deflační, potom centrální banka přistupuje ke změně v nastavení měnově-politických nástrojů. V případě cílování inflace se jedná o restriktivní (úrokové míry zvyšující), nebo expanzivní (úrokové míry snižující) nastavení krátkodobé úrokové míry, jejíž nastavení ovlivňuje agregátní poptávku a následně působí na snížení, či zvýšení inflace viz podkapitola 3.1. Nutno podotknout, že existují i výjimky z daného závazku plnění inflačního cíle, a to v případě, že prognóza inflace je ovlivněna krátkodobými ekonomickými šoky, které po jisté době samovolně odezní. Změny v nastavení měnové politiky by se v tomto případě mohly stát kontraproduktivními (Cílování inflace v ČR, c2021).

Dalším charakteristickým znakem režimu cílování inflace je jeho střednědobost. Podle Jílka (2013, s. 131-139) jsou změny krátkodobé úrokové míry znatelné zhruba rok od přenastavení na hrubém domácím produktu a zhruba dva roky poté trvá dopad této změny na inflaci. Americký FED uvádí zmíněné zpoždění na jedno až tři a více let, kdy je dopad maximální. Z tohoto důvodu je přesnost prognóz velmi důležitá, protože v době, kdy se již něco děje, je již pozdě. Warjiyo a Juhro (2019, s. 118) zde hovoří o šesti až osmi čtvrtletích s dopadem na inflaci a hrubý domácí produkt a o třech až 6 měsících v případě termínovaných vkladů a půjček, které jsou vázány smluvními závazky. Naproti tomu nejrychleji reagují měnové a akciové trhy přes změny měnové kurzu a změny cen akcií. Dle empirických poznatků z České Republiky (Czech National Bank, c2013, s. 2), je naopak až 60 % z transmise pomocí úrokového kanálu docíleno už do jednoho měsíce u půjček

z krátkodobou fixací včetně krátkodobě splatných úložek. Podle Svenssona (2010, s. 41) naopak neexistuje pevný horizont, kdy dojde ke stabilizaci inflace či optimalizaci zdrojů, kdy záleží také na aktuální situaci v ekonomice a ekonomických šocích z pohledu jejich povahy a velikosti v průběhu období stabilizace ekonomiky.

Neméně důležitou roli v režimu cílování inflace hraje podle Soukupa (2010, s. 334) transparentnost tohoto režimu ve smyslu závazku dodržení určitého inflačního cíle a s tím spojené očekávání ekonomických subjektů, které má také velký vliv na to, zda se povede tohoto cíle dosáhnout. Ale také srozumitelnost pro běžnou populaci pohybující se mimo akademickou půdu. Transparentnost podle Svenssona (2010, s. 3) znamená také vyšší kontrolu nad prováděnou měnovou politikou, jak ze strany veřejnosti, tak různými dodatečnými dohodami, které ještě zvyšují odpovědnost z plnění daného závazku inflačního cíle. Tato zvýšená odpovědnost například na Novém Zélandu vyústuje v dohodu mezi guvernérem centrální banky a vlády o odpovědnosti guvernéra za plnění daného závazku. Také ve Velké Británii je kancléřem státní pokladny (ministrem financí) nařízeno centrální bance v případě odchylky inflace od inflačního cíle o více než jedno procento napsat veřejný dopis, ve kterém bude toto objasněno včetně plánovaných kroků pro sjednání nápravy této odchylky. Také se může jednat o veřejná slyšení parlamentu nebo situace, kdy je měnová politika podrobena rozboru nezávislých ekonomických expertů (Švédsko, Norsko a další).

Dodatečně, Warjiyo a Juhro (2019, s. 224) podotýkají, že k tomu aby bylo dosaženo výše zmíněného cíle tj. cenové stability/ nízké inflace, tak jsou nutné následující kroky, které rozvíjejí Soukupovu (2010) podmínku transparentnosti pro úspěšné provádění tohoto měnově-politického režimu. Těmi jsou závazek k plnění cíle cenové stability/nízké inflace. Dále vyhlášení střednědobého inflačního cíle jako kotvy měnové politiky. Za třetí musí centrální banka nastavit měnovou politiku k danému cíli a to nezávisle bez zásahu vlády (mimo výjimky, kdy se vláda přímo či nepřímo podílí na nastavení měnové politiky) nebo třetích stran. Zde oponuje Svensson (2010, s. 1) s případem například Norské centrální banky, která je i bez dané formální nezávislosti úspěšnou v cílování inflace.

Ovšem můžeme nalézt i protichůdné názory na cílování inflace, například Svensson (2010, s. 5) tvrdí, že žádná země do dané doby neopustila režim cílování inflace či nelitovala jeho zavedení a také jej popisuje jako pružný měnově politický režim schopný absorbovat šoky a překonávat ekonomické krize. Také údajně neexistují důkazy o neblahém vlivu na zaměstnanost, produkt a další sledované veličiny. Naopak podle Woodforda (2012, s. 1) se vyjádřila řada odborníků že cílování inflace může zvyšovat riziko finanční krize a také, že

ekonomická krize v roce 2008 byla z větší části způsobena selháním tohoto režimu. Woodford (2012, s. 1) ale sám vzhledem k nedávným událostem tento režim spíše ospravedlňuje, protože například při ekonomické krizi v roce 2008, která je mnohými porovnávána s tou ve 30. letech minulého století se řada stěžejních ekonomik nedostala do deflačních spirál a ani výkyvy cen ropy neměly takový dopad na dynamiku mezd a cen.

3.1 Transmisní mechanismus

Zde je vhodné si připomenout obrázek (Obr. 2.) ze strany č. 11 této diplomové práce a zmíněný transmisní mechanismus. Jak již víme, tak při cílování inflace do hry vstupuje "pouze" operační cíl v podobě krátkodobé úrokové míry. Snížení či zvýšení krátkodobé úrokové míry potom působí na konečný cíl (cenovou stabilitu) z různých směrů, také nazývaných jako kanály měnové politiky. Čtyři základní kanály (úvěrový, bohatství, úrokový a kanál měnového kurzu) jsou popsány Jílkem (2013, s. 126 - 132) a dále následuje pátý kanál očekávání, který popisuje Warjiyo a Juhro.

Kanál úvěrový

Snížením úrokové míry má za následek zvýšení zájmu o úvěry ze strany domácností a podniků, ale také ochotu bank více půjčovat. Domácnosti více utrácí a společnosti investují. Což by mělo zvýšit inflaci, zaměstnanost a produkt. Ovšem jak popisuje Jílek (2013), tak existují i výjimky například u dlužnických versus věřitelských domácností, kdy věřitelské domácnosti jsou méně citlivé na změnu úrokové míry než dlužnické. U podniků bohatých na hotovost zase snížení úrokové míry snižuje příjmy z investovaných prostředků a sníží se jim tak potřebné peněžní toky. V globále by ale měl být dopad na agregátní poptávku pozitivní.

Kanál bohatství (kanál cen aktiv)

Jedná se o zvýšení nebo snížení bohatství podniků nebo domácností v závislosti na změně úrokové míry dolů (zvýšení bohatství), nebo nahoru (snížení bohatství). Snížením úrokové míry se tedy zvyšuje cena nemovitostí a také cenných papírů. U domácností jsou rozhodující složkou bohatství nemovitosti. Snížení úrokové míry u hypotečních úvěrů zvyšuje zájem jednotlivců o financování bydlení a tím také ceny daných nemovitostí. Což působí na zvýšení inflace v ekonomice. Také pocit bohatnutí domácností díky rostoucí ceně zvyšuje sebevědomí a domácnosti více utrácí a opět se zvyšuje inflace. Více viz kanál úrokový.

V této souvislosti by bylo vhodné vzpomenout na americkou hypoteční krizi, která přerostla ve světovou ekonomickou krizi v letech 2007 – 2009. Manoj Singh (2021) z webu Investopedia popisuje, jak laxní přístup bank k poskytování úvěrů a nízká úroková míra přispěly k obrovské bublině na trhu s nemovitostmi. Snížení úrokové sazby amerického Federálního Rezervního Systému (FED) od května 2000 do června 2003 z 6,5 % na 1 %. Následkem byl obrovský zájem o hypoteční úvěry a to i ze strany obyvatel, kteří by si za původních podmínek nemohli dům pořídit. Případně si střední třída pořídila domy, které neodpovídaly jejich ekonomické situaci. Ceny nemovitostí rostly více než příjmy. Po prasknutí bubliny nastala situace, kdy ceny domů klesaly z jejich uměle nadhodnocené ceny a tak byla jejich hodnota rázem nižší než úvěry na ně poskytnuté. Dalším problémem po skončení fixace úrokové míry u hypoték bylo, že opětovné zvyšování úrokových sazeb od roku 2004 dostalo dlužníky ještě do větší dluhové pasti a tyto domácnosti již neměly na splácení hypotečních úvěrů. Problém byl, že tyto úvěry již byly zabaleny (sekuritizovány) a prodány bankami ve formě nízkorizikových cenných papírů zajištěných v době prasknutí finanční bubliny již nedobytnými pohledávkami v podobě těchto nesplácených úvěrů. Krize je spojena s krachem investiční banky Lehman Brothers ale také největší americké spořitelny Wasington Mutual v roce 2008.

Kanál úrokový

V zásadě se jedná o preferenci spotřeby před spořením či naopak. Snížení, nebo zvýšení krátkodobé úrokové míry ovlivňuje chování ekonomických subjektů zjednodušeně tak, že při nižších úrokových mírách preferují spotřebu před spořením a naopak. Zvyšují se investice podniků a spotřeba domácností, což by mělo vést opět ke zvýšení inflace. Vzhledem k tomu že zhruba 80 % úvěrů ve vyspělých zemích tvoří úvěry na bydlení, tak snížení těchto měr zvýší disponibilní příjmy domácností, mohou více utrácet. Funkce je podobná u dalších nezajištěných úvěrů. V případě pevné úrokové míry dochází ke zpoždění efektu v souvislosti vypršení platnosti stávajících smluv, viz kapitola 3.

Kanál měnového kurzu

Snížení či zvýšení úrokových měr působí na měnový kurz tak, že díky snížené domácí úrokové míře se přesunuje spekulativní kapitál do zemí s vyšším úročením a domácí měna tak ztrácí na atraktivitě – oslabuje. Zvyšuje se poptávka po domácím zboží, jelikož je v zahraničí levnější, tj. podpora exportu. Naopak import ze zahraničí je dražší tj. preference domácího zboží a služeb. Následkem je zvýšení inflace, zaměstnanosti a produktu. Posílení

měnového kurzu funguje opačně avšak mnohdy negativně zejména na domácí podniky s pevnými náklady v domácí měně. Zdražení vývozního zboží zvýší konkurenci ze strany zahraničních výrobců, snižuje se zisk. Snížení poptávky vede ke snížení výroby, preferuje se dovážené zboží. Klesá inflace, zvyšuje se nezaměstnanost a snižuje produkt. Pro informaci, dle analýzy v České Republice (Czech National Bank, c2013, s. 2) je apreciacie měnového kurzu o 1 % doprovázena poklesem dovozních cen o 0,7 % a poklesem ve výši 0,11 % u cen spotřebitelských. Také je kurzový kanál v České republice vzhledem k její otevřenosti transmisním kanálem s velkou významností a dopady na ekonomiku (Dopad změn sazeb, c2022).

Kanál očekávání

Dále tu máme kanál očekávání, který popisuje Warjiyo a Juhro (2019, s. 224) a to tak, že v dnešní době nejistoty hraje očekávání ekonomických subjektů velkou roli v tom, zda bude záměr centrální banky, čímž je daný inflační cíl přenesen také do ekonomiky. Ekonomické subjekty totiž formují své kroky na základě různých finančních a ekonomických výhledů a v nich obsažených indikátorů vypovídajících o budoucím stavu ekonomiky, kterým se snaží přizpůsobit. Vyšší důvěryhodnost měnové politiky daného státu poté zajišťuje menší odchylku mezi očekávanou inflací a tou, která byla stanovena centrální bankou. Ovšem jak uvádí autoři, inflační očekávání není měřitelné, ale pouze odhadnutelné. Již ono samotné očekávání ekonomických subjektů totiž může působit na inflaci ještě před samotnou změnou sazeb danou centrální bankou.

3.2 Vyspělá versus rozvojová ekonomika

Cílem této podkapitoly je teoretické vymezení pojmu rozvojové a vyspělé ekonomiky včetně indikátorů, dle kterých jsou ekonomiky zařazeny do jedné či druhé kategorie, tak aby bylo možné navázat na porovnání cílování inflace v těchto ekonomikách, které se liší stupněm jejich rozvinutosti.

3.2.1 Znaky vyspělé ekonomiky

Typickým indikátorem vyspělosti ekonomiky jsou dle Investopedia staff (2021a) například stupeň rozvinutosti ekonomiky jako celku. Nebo také dílčí aspekty/ ukazatele níže zmíněného hrubého národního důchodu, úrovně bydlení v dané zemi, stupeň industrializace, úroveň technické infrastruktury a další.

Investopedia staff (2021a) dále zmiňuje rysy charakteristické pro vyspělé ekonomiky:

- Stabilní porodnost a úmrtnost – menší potřeba mít velký počet dětí vzhledem k vyspělému zdravotnictví.
- Více pracujících, kariérně založených žen.
- Využití většího množství zdrojů, např. paliva, energií, vzhledem k dostupnosti většího množství technologií než v rozvojových zemích (více lidí jezdí autem, létá atd.).
- Vyspělé země si mohou dovolit vyšší zadlužení než rozvojové země tj. vyšší zadlužení v těchto zemích.

Klasifikace podle Světové banky

Světová banka klasifikuje země dle hrubého národního důchodu (GNI – Gross National Income) na obyvatele dané země (GNI per capita). Hraniční hodnoty pro rok 2021 jsou:

- 1,035 USD a méně pro nízko příjmové ekonomiky
- 1,036 – 4045 USD pro nižší střední příjem ekonomiky
- 4,046 – 12535 USD pro vyšší střední příjem ekonomiky
- 12,536 USD a výše pro vysoko příjmové ekonomiky

Zástupci zemí v daných kategoriích (od nejnižší) jsou například Afghánistán, Ghana, Bělorusko a mezi nejvyšší patří například Česká Republika a další s ukazatelem nad 12536 USD na obyvatele (World Bank Country and Lending Groups, c2021).

Index lidského rozvoje - OSN

Nebo také anglicky Human Development Index (HDI), je ukazatel, který je možno také nalézt v souvislosti se stupněm rozvinutosti ekonomiky vyvinutý Organizací spojených národů s hodnocením na škále 0 – 1. Pro nejvíce rozvinuté ekonomiky se považuje hranice od 0,80 a výše. V zásadě je hodnocena kvalita života v dané zemi s přihlédnutím k úrovni vzdělání, úroveň zdravotní péče, nebo také průměrné délky života (Developed Countries List, c2021).

V tabulce (Tab. 2.) níže, můžeme pozorovat 8 nejvyspělejších zemí dle HDI ve světě v roce 2019, včetně hodnoty pro Českou republiku, která je uvedena pro porovnání. Tabulka obsahuje i hodnoty GNI přepočtené dle parity kupní síly v USD (indikátor HDI bere v potaz i očekávanou dobu života, studia a průměrnou dobu studia).

Tab. 2. Hodnocení zemí dle HDI, report lidského rozvoje 2020 (Latest Human Development Index Ranking, 2020)

Pořadí	Země	HDI	GNI tis. (na osobu)
1.	Norsko	0.957	66,494
2.	Irsko	0.955	68,371
3.	Švýcarsko	0.955	69,394
4.	Hong Kong (Čína)	0.949	62,985
5.	Island	0.949	54,682
6.	Německo	0.947	55,314
7.	Švédsko	0.945	54,508
8.	Austrálie	0.944	48,085
27.	Česká republika	0.900	38,109

3.3 Cílování inflace v rozvojových a vyspělých ekonomikách

Vzhledem k následující komparaci zde budou popsány jisté odlišnosti či znaky, nebo také podobnosti v cílování inflace mezi rozvojovými a vyspělými ekonomikami.

Prvním rozdílem může být, jak popisuje Svensson (2010, s. 1) rozdíl mezi inflačními cíli, kdy je všeobecně ve vyspělých ekonomikách cíl nastaven níže, než v rozvojových ekonomikách. Niedźwiedzińska (2018, s. 36) doplňuje za dobu režimu cílování inflace průměr 3,8 % pro vyspělé a 6 % pro rozvojové ekonomiky. V současné době 2,1 % a 4, 3 % (2018). Ovšem zmiňuje, že existují výjimky a rozvojové země jako Polsko a Rumunsko s cílem 2,5 % +/- 1 procentní bod jsou ve velikosti inflačního cíle srovnatelné s vyspělými zeměmi, kde je cíl po většinou na úrovni 2 %. Vyšší inflační cíl u rozvojových zemí bude pravděpodobně způsoben menší rozvinutostí těchto ekonomik a tudíž procesem transformace či dohánění. Daný průměr je zvyšován také ekonomikami s nově adaptovaným režimem cílování inflace, které bojují s desinflací.

Z hlediska prognóz (projekcí) inflace zmiňuje Niedźwiedzińska (2018, s. 40, 41) že, všechny rozvojové či vyspělé ekonomiky simulují budoucí inflaci, většina z nich čtvrtletně

na základě aktuálního vývoje v ekonomice. Rozdíl je možné vidět až v délce horizontu, pro který jsou prognózy zpracovávány a to v délce jednoho až tří let v rozvojových ekonomikách a dvou až čtyřech let ve vyspělých ekonomikách.

Další rozdíly, případně podobnosti se budou pravděpodobně lišit napříč zeměmi a uvidíme, zda se nějaké objeví v následující komparaci cílování inflace v praktické části této diplomové práce.

II. PRAKTICKÁ ČÁST

4 CÍLOVÁNÍ INFLACE VE VYBRANÝCH EKONOMIKÁCH

Primárním cílem této kapitoly je provést komparaci režimu cílování inflace, včetně úspěšnosti plnění stanoveného cíle centrálními bankami České republiky a Rumunska, jakožto vyspělé a rozvojové ekonomiky. Po představení základních údajů vybraných ekonomik bude následovat porovnání inflačního cílování od doby přijetí tohoto měnově-politického režimu v roce 1998 v České republice s návazností na Rumunsko, které jej přijalo v roce 2005. Finální návaznost proběhne v roce 2009, kdy se Česká republika podle Mezinárodního měnového fondu zařadila mezi vyspělé ekonomiky. Porovnání údajů bude zejména na základě pravidelně publikovaných zpráv o inflaci.

4.1 Základní údaje o komparovaných ekonomikách

Zde budou popsány základní informace o komparovaných ekonomikách, zejména důvody pro přijetí režimu cílování inflace Českou národní bankou (dále jen ČNB) a Národní bankou Rumunska (dále jen NBR).

4.1.1 Česká republika

Zde by bylo vhodné začít trochu dříve, než přímo v roce, v němž začalo cílování inflace v České republice. Pád komunistického režimu v roce 1989 a následná ekonomická reforma v roce 1991 zapříčinily změny typu zavedení jednotného kurzu koruny, nebo přesun obchodních aktivit od tehdejší Státní banky československé (SBČS) k bankám komerčním. Cílem bylo udržení cenové stability a směnného kurzu. Doprovodnými cíli byly fixní kurz a také peněžní zásoba. Také byla podpořena míra samostatnosti a nezávislosti centrální banky. Porevoluční liberalizace cen zapříčinila růst inflace v roce 1991 přesahující 55 %, v roce 1992 to bylo již jen 20 %, takže lze hovořit o úspěchu. (Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí, c2003-2018).

Rok 1992 také znamenal deklaraci suverenity Slovenské republiky po červencových volbách s následnou dohodou o rozdělení stávající federativní republiky Československé. Následoval vznik zákona o možnosti ustavení budoucím republikám samostatnou centrální banku. Stálo se tak dne 18. listopadu schválením zákona o Národní bance Slovenska a 17. prosince schválením zákona o ČNB. Od 1. ledna 1993 již fungovaly jako dvě samostatné centrální banky. ČNB již od svého vzniku jako nezávislá instituce začala plnit svůj původní cíl měnové stability, který jak víme, později přešel v cíl stability cenové (Česká národní banka, c2003-2018).

Původní administrativní nástroje centrální banky začaly být postupně s vývojem peněžního trhu a směnitelností koruny nahrazeny nástroji tržními. Ovšem původní cíl měnové stability, kdy postupně selhávalo cílování peněžní zásoby i režim pevného měnového kursu vlivem přílivu kapitálu do české ekonomiky se přestávalo dařit plnit. Následoval zvyšující se dovoz a inflace v důsledku převisu poptávky nad domácí nabídkou. Po aktuálních problémech v bankovním sektoru včetně spekulativních úroků na českou korunu ČNB v květnu 1997 upouští od režimu fixního měnového kurzu (Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí, c2003-2018).

V roce 1997 také oslabená koruna zapříčinila růst inflace na 10 % a samotný zprostředkující cíl v podobě peněžní zásoby neplnil dostatečnou funkci v souvislosti s ukotvením inflačních očekávání. ČNB tedy od roku 1998 začala využívat režimu cílování inflace, který, jak již bylo zmíněno, neobsahuje dříve využívané zprostředkující cíle (Cílování inflace, c2003-2018).

4.1.2 Česká národní banka (ČNB)

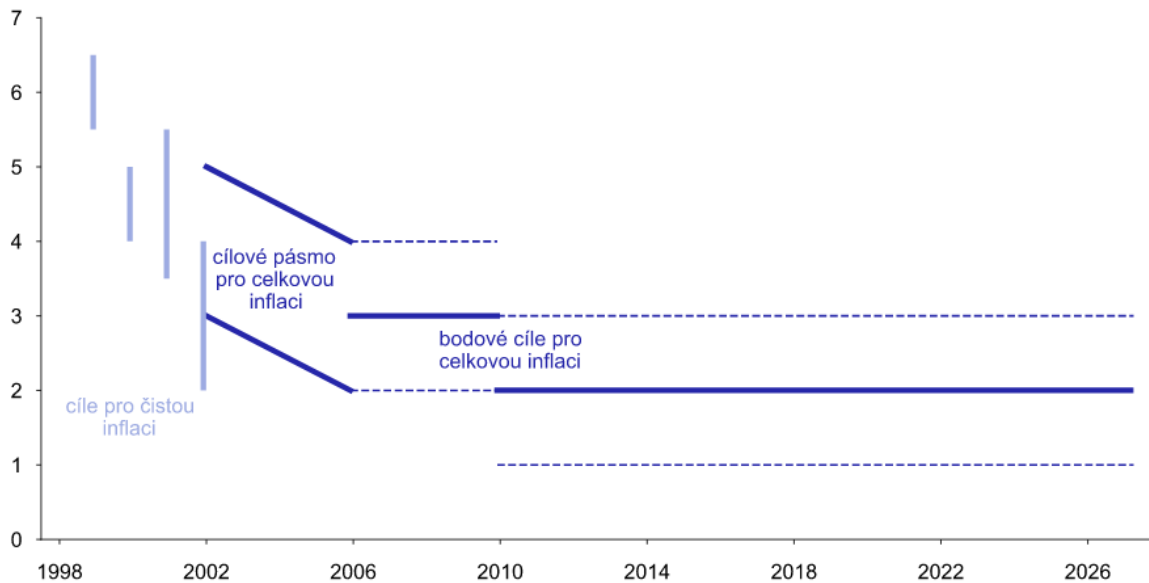
Je ústřední bankou České republiky se sídlem v Praze, která vykonává dohled nad finančním trhem včetně odpovědnosti za řešení krizí na tomto trhu. ČNB je zřízena Ústavou České republiky a její činnost vykonává na základě zákona č. 6/1993 Sb. o ČNB, ve znění pozdějších předpisů. Pracuje v součinnosti s Evropským systémem centrálních bank, jehož je součástí. Primárním cílem podle článku 98 Ústavy České republiky je péče o cenovou stabilitu (O ČNB, c2022).

4.1.3 Inflační cíle

Zde budou uvedeny inflační cíle, které byly postupně vyhlášeny ČNB od zavedení režimu cílování inflace a jejichž plnění bude zkoumáno dále v textu.

Od roku 1998 do roku 2002 byl inflační cíl stanoven intervalově, viz obrázek (Obr. 6.). V tomto období probíhalo cílování čisté inflace očištěné o vliv regulovaných cen a nepřímých daní, které byly vyjmuty z indexu CPI. Od roku 2002 do roku 2005 byl stanoven lineárně klesající cíl s širší pásma 3 – 5 % až na úroveň předpokládané cenové stability 2 – 4 % na konci tohoto období. Měřená inflace v tomto období již byla celková, včetně položek předtím vyňatých viz výše. Od roku 2006 byl cíl stanoven jako bodový ve výši 3 % a od roku 2010 ve výši 2 %, který je již standardem pro vyspělé ekonomiky ve světě. V obou

případech bylo stanoveno flukтуаční pásmo $\pm 1\%$ od stanoveného bodu (Historie inflačních cílů ČNB, c2022).



Obr. 6. Inflační cíle ČNB od roku 1998 (Historie inflačních cílů ČNB, c2022)

4.1.4 Rumunsko

Evoluce na poli měnové politiky v Rumunsku podle Niculiny, A.A. and Cataliny, M.C., (2009, s. 80) začala v roce 1999, kdy byly centrální bankou sledovány dva vzájemně se podporující cíle. Konkrétně inflaci nevytvářející prostředí spolu se snahou o udržitelnou vnější pozici pomocí kotvy v podobě směnného kurzu. Ve zkratce tedy cenová stabilita, která měla zajistit stabilní měnu. Hlavním zprostředkujícím cílem prováděné měnové politiky byly peněžní agregáty. Tato forma měnové politiky narazila na jisté limity v podobě predikce mezi monetární bází a peněžní zásobou vyjádřené pomocí peněžního multiplikátoru. Podobně na tom byl i vztah inflace a peněžního agregátu M2. Situaci dále neprospěla ani nestabilita poptávky po penězích a tak se postupně vytratila vhodnost provádění měnové politiky pomocí cílování měnových agregátů. Vhodnější byly krátkodobé úrokové míry a měnový kurz.

NBR tedy přistoupila k přímému cílování inflace od srpna 2005, po dokončení 16ti měsíčního procesu potřebného pro realizaci nové strategie měnové politiky za pomoci Mezinárodního měnového fondu a České národní banky (Direct inflation targeting, b. r.). Jak uvádí Niculina, A.A. and Catalina, M.C., (2009, s. 84), tak Rumunsko je 22. zemí, která zavedla režim cílování inflace. Inflačního cíle by měla dosáhnout za využití nástrojů

v podobě rezerv, úrokové míry a měnového kurzu. Režim měnového kurzu a jeho užití jako nástroje mělo být použito do doby, než inflace dosáhne výše 2 – 3 %, kdy by ho měla nahradit pouze úroková míra. Ovšem i v aktuální době je stále platný, viz níže.

4.1.5 Národní banka Rumunska (NBR)

NBR byla založena v dubnu roku 1880 na základě zákona č. 90, o zřízení diskontní a oběhové banky. Po pádu komunistického režimu se v roce 1990 začal přechod z centralizované ekonomiky na ekonomiku tržní. NBR začala zastávat původní funkce centrální banky z předkomunistického období (Brief history of the NBR, b. r.).

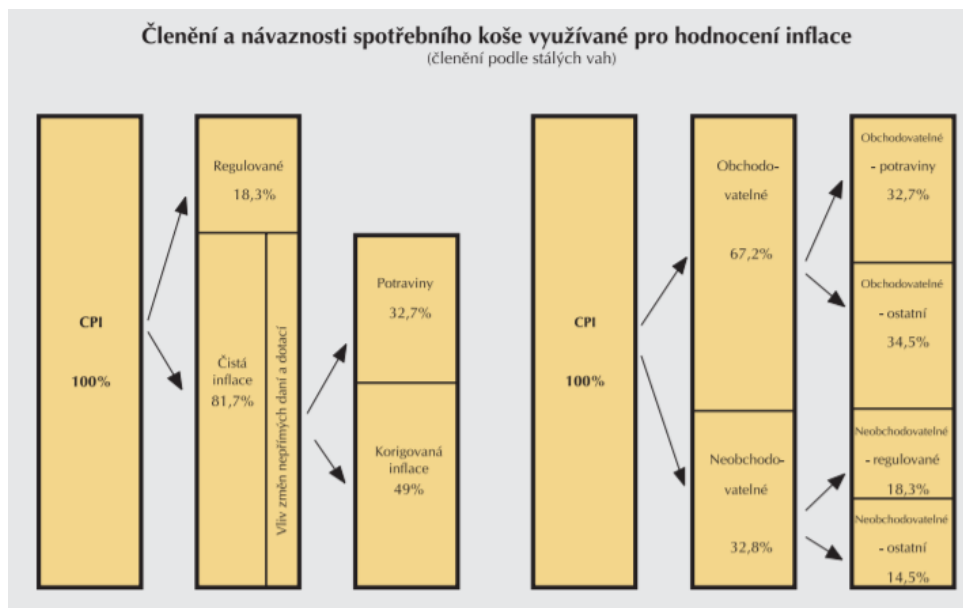
Primárním cílem NBR je dle zákona č. 312/2004 o statutu NBR zajištění a udržení cenové stability. Hlavními úkoly NBR je uplatňovat vypracovanou měnovou a kurzovou politiku. Režim měnového kurzu je řízený plovoucí směnný kurz používaný jako nominální kotva měnové politiky zajišťující případnou včasnou reakci na nenadálé ekonomické šoky v ekonomice (Monetary policy, b. r.; Exchange rate regime of the leu, b. r.).

4.1.6 Inflační cíle

Inflační cíle stanovené Rumunskou centrální bankou (NBR), jsou od prvopočátku cílování inflace stanoveny bodově s flukтуаčním pásmem +/- 1 % podobně jako v České republice. První fází bylo snižování inflačních cílů s dvouletým horizontem od roku 2005 do roku 2012. Cíle byly postupně od roku 2005 - 7,5 %, 5 %, 4 %, 3,8 %, 3,5 %, 3,5 %, 3 %, až po 3 % v roce 2012. Ve druhé fázi od roku 2013 je inflační cíl stanoven ve výši 2,5 % v souladu se střednědobým cílem cenové stability v ekonomice jako transitem k dlouhodobému průběžnému cílování inflace dle kvantitativní definice cenové stability podle Evropské centrální banky (Inflation targets, b. r.).

4.2 Cílování inflace 1998-2004

Po rozhodnutí ČNB pro přechod k cílování „čisté“ inflace viz obrázek (Obr. 7.) v roce 1998, byla výše čisté inflace se střednědobým výhledem ke konci roku 2000 požadována ve výši 3,5 – 5,5 %. Na konci roku 1998, to byl krátkodobý kontrolní cíl, v rozmezí 5,5 – 6,5 % viz obrázek (Obr. 6.). Položky vylučované z indexu CPI, jsou například elektřina, plyn, čisté nájemné, MHD a další viz příloha (příloha P I). V tomto období tvořil spotřební koš celkem 754 položek, z toho je použito 663 pro čistou inflaci a 91 položek jsou regulované ceny.



Obr. 7. Členění a návaznosti CPI (Zpráva o inflaci – duben 1998, s. 8)

Období od roku 1998 je tedy snahou ČNB o dezinflaci, tj. snížení inflace na požadovanou úroveň za pomoci režimu cílování inflace. Květen 1997 znamenal tříleté minimum výše spotřebitelských cen na úrovni 6,3 % a meziroční čistou inflaci ve výši 4,6 %. Měnové turbulence v květnu, depreciace koruny a růst regulovaných cen v červenci způsobily, že prosincové hodnoty růstu spotřebitelských cen a čisté inflace byly 10 % a 6,8 %. První kvartál roku 1998 znamenal ještě další zrychlení a to na 13,4 % u indexu spotřebitelských cen a meziroční inflace ve výši 7,9 %. Od 1. ledna 1998 proběhl opětovný nárůst regulovaných cen. U elektřiny ve výši 16,1 %, plynu o 16,5 % a pevných paliv o 19,7 % vlivem růstu DPH u těchto položek z 5 % na 22 %. Dále také spotřební daně u tabáku, alkoholu a pohonných hmot, nebo také omezení dotací na dodání tepla a dalších. Důvodem zrychleného tempa u čisté inflace byl nárůst cen potravin, který začal již v roce 1997 zejména vlivem záplav v červenci, ale také nepotravinářského zboží. Hlavními důvody bylo negativní inflační očekávání, depreciace koruny a zvýšení výše zmíněné spotřební daně u pohonných hmot o 5,1 %. Vlivem nepříznivého vývoje cenových indexů bylo po zasedání bankovní rady ČNB 19. 03. 1998 rozhodnuto o zvýšení 2T repo sazby z 14,75 % na 15 %, jednalo se spíše o signalizaci, že ČNB není situace lhostejná, tudíž posílení inflačních očekávání (Zpráva o inflaci – duben 1998).

Od druhého čtvrtletí roku 1998 až po konec roku se průměrně snižoval meziroční index spotřebitelských cen až na prosincových 6,8 %. Následkem poklesu bylo snížení růstu regulovaných cen ale také meziročně klesající čistá inflace. Na čistou inflaci měl vliv zejmé-

na pokles cen potravin, kde se v prosinci dokonce pohyboval v záporných hodnotách a to -1,2 %. Celková míra inflace se také snižovala od 11,5 % v červnu až na 10,7 % v prosinci roku 1998. Příznivý vývoj inflace ke konci roku, ale také zlepšení výhledu inflace pro rok 1999 na základě prognóz zapříčinilo, že bankovní rada snížila stěžejní úrokové sazby následovně – 2T repo sazbu postupně říjen-prosinec na 9,5 %, diskontní sazbu postupně z 11 % v srpnu na 7,5 % a lombardní sazbu z 16 % v srpnu na 12,5 %. Krátkodobý kontrolní cíl 5,5 – 6,5 % pro čistou inflaci na konci roku 1998 byl tedy o 3,8 procentního bodu nižší, než jeho spodní hodnota, čistá inflace tedy byla 1,7 %. Výše zmíněné souvislosti a zájem ČNB o zajištění inflačních očekávání je vyhlášen krátkodobý cíl pro čistou inflaci na konci roku 1999, a to 4,5 % +/- 0,5 %. Jak lze pozorovat, tento cíl je ještě nižší než cílené hodnoty pro konec roku 2000 (Zpráva o inflaci – leden 1999).

Rok 1999: První čtvrtletí opět pokračovalo ve znamení dezinflace z druhé poloviny roku 1998. Pokles meziročního růstu spotřebitelských cen až na březnové hodnoty 2,5 % (březen 1998 – 13,4 %) a zápornou čistou inflaci v únoru a březnu -0,1 a -0,4 % zapříčiněné kontinuálním poklesem cen potravin s poklesem o dalších 2,8 procentního bodu oproti prosinci 1998 na -4,0 %. Snížení cen potravin tak v položce čisté inflace převyšuje korigované ceny, které jsou nejvíce ovlivnitelné nastavením měnové politiky centrální banky. Souběžně klesaly i regulované ceny. Celková míra inflace ve výši 8 % byla o 2,7 procentního bodu nižší než v prosinci 1998. Pokles růstu cen byl aktuální i ve druhém čtvrtletí, ovšem pokles indexu spotřebitelských cen byl již mezi čtvrtletími výrazně nižší. Ovšem čistá inflace se dostala na červnové minimum -0,6 %. Desinflačním tlakům mimo jiné napomáhala i agregátní poptávka, která poklesla v první čtvrtletí o -0,9 %. Ve třetím čtvrtletí následovalo přerušování poklesu meziroční inflace včetně stabilizace růstu cen. Po 18 měsících se zastavil pokles čisté (cílené) inflace. Po pěti čtvrtletích hospodářského poklesu byl také zaznamenán mírný růst HDP o 0,8 %, což indikovalo možné odeznívání recese. Konec roku znamenal podstřelení krátkodobého cíle pro rok 1999 o 2,5 procentního bodu pod dolní 4 % hranici s výší čisté inflace 1,5 %. Podle zprávy o inflaci z ledna 2000 byly odchylky od cílů čisté inflace způsobeny ze 2/3 zejména vývojem cen potravin a 1/3 položkami korigované inflace. Z toho můžeme usoudit, že vývoj úspěšnosti měnové politiky je velmi variabilní v závislosti na položkách, jako jsou potraviny, na které nemá měnová politika takový vliv. Ovšem více než klasické sezónní vlivy, které lze predikovat, zde hrály roli levné potraviny ze zahraničí, nebo také zvýšení konkurence díky zvýšenému počtu

nových obchodních řetězců (Zpráva o inflaci – duben 1999, červenec 1999, říjen 1999, leden 2000).

Rok 2000: Je třetím rokem cílování inflace, ale také rokem, ke kterému směřoval první střednědobý cíl čisté inflace stanovený v roce 1997 ve výši 3,5 – 5,5 %. Aktuální limitní 2T repo sazba byla postupně snížena až na 5,25 % během roku 1999. V prvním i druhém čtvrtletí byl zaznamenán mírný růst cen. Růst indexu spotřebitelských cen od prosince 1999 do června 2000 vzrostl o 1,6 procentního bodu a čistá inflace ve stejném období o 1,1 procentního bodu. Celková míra inflace poté dosahovala 2,6 %, což je o 0,5 procentního více než v prosinci 1999. Mírné zvýšení inflace tak šlo ruku v ruce s postupným oživováním ekonomiky zejména díky čistému exportu, který byl také důsledkem zvýšeného ekonomického rozmachu v západní Evropě. Nový výhled inflace pro konec roku 2001 byl stanoven v dubnu 2000 pro čistou inflaci 3 % +/- 1 %.

Pokračující ekonomický růst byl zaznamenán také ve třetím a čtvrtém čtvrtletí roku. Růst spotřebitelských cen byl v červnu, srpnu a září na meziročních 4,1 %. Na konci roku dosáhl 4 %. Meziroční čistá inflace se od června do září zvýšila o 0,6 procentního bodu na 3,2 %. Maximální čistá inflace byla v říjnu ve výši 3,5 % a opět poklesla na finální 3 % v prosinci, což je o 1,4 procentního bodu více, než v lednu téhož roku. Míra inflace na konci roku byla ve výši 3,9 %. Celý rok 2000 se tedy nesl v duchu oživeného hospodářského růstu ať už ze strany poptávky, rostoucí, ale nízké inflace nebo snížené míry nezaměstnanosti proti konci roku 1999. Jak je patrné, střednědobý inflační cíl pro rok 2000 se nepodařilo naplnit, protože čistá inflace se nacházela na úrovni 3 %, což je 0,5 procentního bodu pod spodní hranicí inflačního cíle s hodnotou 3,5 % (Zpráva o inflaci – duben 2000, červenec 2000, říjen 2000, leden 2001)

Rok 2001: V první tříleté etapě cílování inflace došlo k významnému poklesu meziročních cenových indexů a také ke zpomalení růstu inflace. Aktuální vývoj a snaha o udržení dosavadního vývoje v ekonomice, tj. ekonomického růstu spolu s prostředím nízké inflace vedlo ČNB ke stanovení nového inflačního cíle od ledna 2002 vymezeného jako postupně klesající pásmo s hodnotou 3 – 5 % v lednu 2002 až po 2 – 4 % v prosinci 2005. Další významnou změnou bude cílování celkové inflace tj. neočištěné o vlivy popsané v předchozím textu. Tento krok by měl vést k posílení inflačních očekávání v podobě nízké stabilní inflace a také postupně nasměrovat českou ekonomiku na cestě k dlouhodobému inflačnímu cíli a Evropské měnové unii. Přejít na čistou inflaci byl také rozšířen soubor výjimek

z plnění inflačního cíle při jeho přestřelení o 1 – 1,5 procentního bodu v důsledku změn v regulovaných cenách a náhlým úpravám nepřímých daní.

Z hlediska hodnocení inflace byl v prvním čtvrtletí stabilní vývoje indexu spotřebitelských cen i čisté inflace, prakticky totožný s koncem roku 2000. Urychlení inflace započaté ve druhém čtvrtletí postupně vychladlo. Čistá inflace poklesla od června do září o 1,3 % na úroveň 3,1 %. Čtvrté čtvrtletí se vyznačilo posilováním cenové stability. Ukončení výkyvů na straně dílčích položek spotřebního koše, zejména potravin stabilizovalo index spotřebitelských cen. Konečný cíl v podobě 2 – 4 % pro rok 2021 byl splněn s konečnou čistou inflací ve výši 2,4 %. Limitní 2T repo sazba se po hodnotách 5 % v únoru a 5,25 % v červenci, které kopírovaly aktuální vývoj v ekonomice, ustálila na hodnotě 4,75 % po rozhodnutí bankovní rady ČNB 30. listopadu (Zpráva o inflaci – duben 2001, červenec 2001, říjen 2001, leden 2002).

Rok 2002: Znamenal opětovné zpomalení růstu spotřebitelských cen během celého sledovaného období od prosince 2001 s hodnotou 4,1 % a v průběhu roku na červnovou hodnotu 1,2 % a poté se do konce roku pohyboval na relativně stabilních hodnotách s minimem 0,5 % v listopadu a maximem 0,8 % v září. Od července po prosinec byl tedy pod hranicí 1 %. Zmírnění růstu spotřebitelských cen bylo dobrým signálem postupné konvergence české ekonomiky ke standardům eurozóny. Regulované ceny a jejich postupná stabilizace na tržní úroveň byly pravděpodobně hlavní příčinou rozdílů mezi inflací v ČR a eurozónou. Ty ovšem poklesly z lednové hodnoty 7,6 % na 3,3 % v prosinci. Míra inflace se od ledna do dubna držela nad hranicí spodního pásma, ovšem v květnu byla již pod spodní hranicí cíle s 2,5 %, v červnu 1,2 % a od července do prosince v rozmezí 0,6 – 0,8 % s listopadovým minimem 0,5 %. Celkem se tedy inflace pod pásmem držela po dvě třetiny roku. V porovnání s harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (dále jen HICP) eurozóny s meziročním růstem 2,1 % (průměr eurozóny) se Česká republika držela blízko nuly se hodnotou 0,2 % vlivem zejména kurzové apreciacie koruny, která působila protiinflačně zejména díky levnějšímu dovozu a bránila tak růstu domácích cen (Zpráva o inflaci – duben 2002, červenec 2002, říjen 2002, leden 2003).

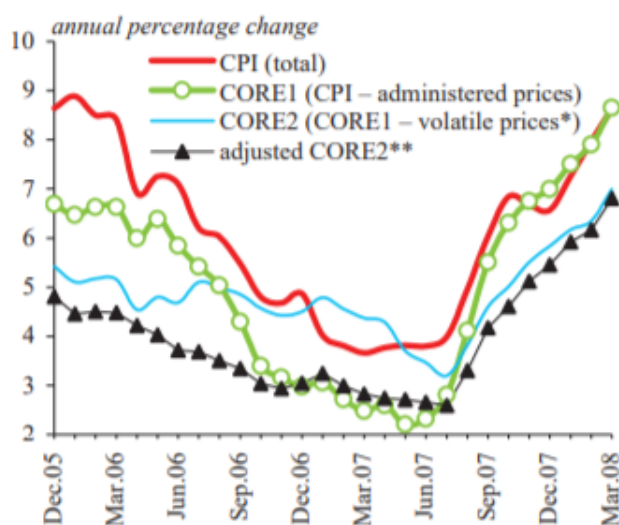
Rok 2003: Tento rok znamenal přechod do deflace, kdy byla inflace měřená meziročním indexem spotřebitelských cen po celé první čtvrtletí na hodnotě – 0,4 %. Záporné hodnoty inflace byly zase přisuzovány poklesu regulovaných cen, jejichž meziroční růst se od čtvrtého čtvrtletí 2002 do prvního čtvrtletí 2003 snížil o 4,1 procentního bodu. Což je výsledkem postupné deregulace těchto cen během transformace české ekonomiky. Pokles

potravin od června 2002 do září 2003 byl zastaven ve čtvrtém čtvrtletí, kdy byly potraviny meziročně na hodnotě -0,4 % v září, ale v prosinci meziročně až 3,5 %. Tato situace je tedy považována za hlavní důvod opětovného růstu míry inflace vyjádřené indexem spotřebitelských cen, která v listopadu a prosinci dosáhla shodně 1 %. Míra inflace byla také od prosince 2002 velmi nízko s hodnotou 1,8 %, což je podle dat nejnižší od roku 1990. Tento trend pokračoval po celý rok 2003 od ledna s 1,5 % až po konec roku s hodnotami blízko nule, či čisté nule v září a říjnu tj. stagnaci. Limitní úroková sazby již byla na úrovni 2 % (Zpráva o inflaci – duben 2003, červenec 2003, říjen 2003, leden 2004).

Rok 2004: Navázal na růst cen z posledních měsíců předchozího roku blíže k dolní hranici cílového pásma s hodnotou 2,3 % v prvním dvou měsících a 2,5 % v březnu důsledkem změny nepřímých daní, které se následně promítly do cen regulovaných, pohonných hmot a dalších. Druhé čtvrtletí znamenalo návrat inflace do cílového pásma a po bezmála dvou letech s červnovou hodnotou ve výši 2,9 %, významně se podílelo zvýšení cen u pohonných hmot a také obousměrná úprava daně z přidané hodnoty. Dalším milníkem v historii České republiky byl vstup do Evropské unie dne 1. května 2004. Inflace měřená meziročním růstem spotřebitelských cen zrychlila od druhého čtvrtletí na 3,2 %; 3,4 % v červnu a červenci s poklesem na 3 % v září zejména zpožděných vlivem zmíněných daňových úprav. Říjnové zrychlení na 3,5 % vystřídalo zpomalení na 2,9 a 2,8 % na konci roku zejména změnou růstu cen potravin díky zpomalení cen zemědělských výrobců. Poslední dvě čtvrtletí se tak inflace pohybovala blízko středu inflačního pásma. Limitní úroková sazba se postupně dvakrát zvýšila o 0,25 procentního bodu až na srpnových 2,5 %, kde vydržela až do konce roku (Zpráva o inflaci – duben 2004, červenec 2004, říjen 2004, leden 2005).

4.3 Cílování inflace 2005-2009

Rok 2005: Toto období již zahrnuje Rumunsko, které přijalo režim cílování inflace v srpnu 2005. Čistá inflace vyjádřena jako meziroční index spotřebitelských cen ke konci daného čtvrtletí. Inflace měřená tímto přístupem je dále dělena na jádrové složky CORE1 (- regulované ceny) a CORE2 (- regulované ceny – vysoce volatilní ceny typu potravin, pohonných hmot), níže přiložen obrázek (Obr. 8.). Tyto ukazatele jsou vhodnější pro měnově-politická rozhodnutí vzhledem k eliminaci šoků (Inflation report – August 2005).



Obr. 8. Rozpad cenového indexu NBR (Inflation report – May 2008)

Inflace v *České republice* se v prvním čtvrtletí nacházela pod hranicí 2 %, průměrně o 1 % níže než v předchozím čtvrtletí roku 2004. Inflace tak nedosahovala spodního pásma cíle. Růst ekonomiky nadále zrychloval zejména díky vývozu, jehož dynamika se zvýšila vstupem České republiky do Evropské unie v předchozím roce. Podíl na růst ekonomiky více než tři čtvrtiny. Ve třetím a čtvrtém čtvrtletí se inflace zvýšila od září, kdy byla 2,2 %, což bylo o 0,4 procentního bodu nad červnovou hodnotou, dále v říjnu dosáhla maxima ve výši 2,6 % a postupně zpomalovala na 2,2 % v prosinci. Čtvrté čtvrtletí znamenalo návrat inflace do cílového pásma. Zvýšení bylo způsobeno zejména vývojem ceny ropy, která se promítla do cen pohonných hmot. Ekonomika navzdory růstu stále nedosahovala svého potenciálu, takže nebyly vyvíjeny přebytečné proinflační tlaky (Zpráva o inflaci – duben 2005, červenec 2005, říjen 2005, leden 2006).

V *Rumunsku* pokračoval od roku 2004 trend dezinflace od druhého čtvrtletí 2004, kdy byla inflace 12,3 % až po první čtvrtletí 2005 s hodnotou 8,8 %. Druhé čtvrtletí inflace

opět vzrostla na 9,9 % díky nabídkovým šokům (zejména regulované ceny), které byly do spotřebitelských cen přeneseny také díky vysoké poptávce. Třetí čtvrtletí se inflace snížila na 8,9 % zejména díky zmírněnému růstu regulovaných cen a také díky posílení kurzu leu proti euru. Výše inflace se tak přiblížila pásmu cíle v podobě 7,5 % s flukтуаčním pásmem +/- 1 %. Inflace na konci roku 2005 byla 0,1 procentního bodu nad požadovaným cílem ve výši 8,5 %, což je stále o 3,4 procentního bodu méně než konec roku 2004 s 11,9 %, navzdory ekonomickým šokům z posledního čtvrtletí (Inflation report – August 2005, November 2005, February 2006).

Rok 2006: V *České republice* nastalo zvýšení inflace v lednu na 2,9 % z prosincových 2,2 % zejména zvýšením regulovaných cen (elektřina, teplo, plyn). Historicky největší tempo růstu ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2005 vystřídalo ke konci prvního čtvrtletí nové maximum tempa růstu produktu ve výši 7,4 % s hlavními faktory – vývoz, spotřeba domácností. Kurz koruny vůči hlavním měnám posiloval a dosáhl maxima v květnu (k euru) a červnu (k dolaru), zejména díky příznivému vývoji české ekonomiky. Inflace se od ledna do září pohybovala poblíž bodového cíle inflačního pásma, které je od roku 2006 ve výši 3 % s tolerančním pásmem +/- 1 % s maximem 3,1 % v květnu a srpnu a minimem 2,7 % v září, kdy od čtvrtého čtvrtletí inflace poklesla pod spodní hranici tolerančního pásma s hodnotami 1,3 %; 1,5 % a 1,7 % v prosinci. Pokles inflace byl naopak způsoben snížením regulovaných cen, které jsou i přes tuto skutečnost hlavním důvodem meziročního růstu cen. Dle odhadů ČNB již od čtvrtého čtvrtletí ekonomika operovala nad potenciálním produktem bez silnějších inflačních tlaků (Zpráva o inflaci – duben 2006, červenec 2006, říjen 2006, leden 2007).

V *Rumunsku* pokračoval dezinflační proces zejména poklesem růstu regulovaných cen, kdy byla v březnu inflace 8,4 %, tj. o 0,2 procentního bodu než na konci roku 2005. Růst produktu na konci čtvrtého kvartálu 2005 s hodnotou 4,3 % proti 2,4 % předchozího vlivem investic a vládní spotřeby. Spotřebitelská poptávka i přes mírné zpomalení vyvíjela inflační tlaky. Vyhlídky neudržitelného ekonomického růstu vedly ke přísnění monetární politiky a to zvýšením limitní 1T repo sazby na 8,5 %, ta byla z důvodu pokračujícího nárůstu produktu v první kvartálu až na 6,9 % opět zvýšena o 0,25 procentního bodu. Inflace v červnu dosahovala 7,11 %. V září byla inflace o 1,63 procentního bodu nižší, s hodnotou 5,48 % a dále 4,8 % v říjnu, navzdory tomu přetrvávaly poptávkové inflační tlaky s ekonomikou nad potenciálním produktem. Tomu také přispěla spotřeba domácností, která byla důsledkem růstu mezd a také růstu spotřebitelských úvěrů. V prosinci byla meziroční

inflace 4,87 %, což bylo nepatrně níže pod inflačním cílem 5 % pro daný rok, ovšem stále v tolerančním pásmu +/- 1 %. Proces desinflace byl tažen zejména poklesem cen potravin (ovoce, zelenina), která poklesla také díky bohaté sklizni v roce 2006. Pokles cen meziročně v prosinci -6,5 % (Inflation report – May 2006, August 2006, November 2006, February 2007).

Rok 2007: Inflace v *České republice* pokračovala v meziročním pohybu spotřebitelských cen ve spodní hranici inflačního pásma a s postupným zvyšováním od února na březnových 1,9 %. Zde se promítlo také výrazné zvýšení cen potravin s rozdílem prosinec 2006 – březen 2007 ve výši 1,4 % na celkových 3,3 %. Červnová hodnota inflace byla na 2,5 %, což znamenalo zvýšení o 0,6 procentního bodu. Za následek bylo považováno opožděné promítnutí zvýšených spotřebních daní do cen tabáku z období 1. 4. 2006 – 1. 3. 2007. Ovšem inflace byla meziročně stále tažena více než ze dvou třetin cenami potravin a bydlení. Výkon ekonomiky stále, již od posledního čtvrtletí roku 2005 převyšoval potenciál produktu avšak nezvyšující inflaci. V červenci se inflace mírně snížila na 2,3 %, aby se poté opět zvýšila na 2,8 % v září. Vlivy na inflaci byly převážně stejně jako ve druhém čtvrtletí. Inflace ve čtvrtém čtvrtletí se dostala na hranici horního okraje tolerančního pásma s hodnotou 4 % v říjnu a poté 5 % v listopadu a 5,4 % v prosinci, což je 2,4 procentního bodu od středu cíle a 1,4 procentního bodu od horní hranice pásma. Vliv na zvýšení měly zejména potraviny a regulované ceny zvýšené v důsledku zahraničního zvýšení cen energetických zdrojů a potravin (Zpráva o inflaci – duben 2007, červenec 2007, říjen 2007, I/2008).

Rumunsko začátkem roku opět pokračovalo v desinflačním procesu s březnovou inflací o 1,21 procentního bodu nižší, než v prosinci předchozího roku. Pohybovala se tedy ve spodním tolerančním pásmu pod cílem aktuálního roku ve výši 4 %. Rumunsko také dle HICP (viz podkapitola č. 2.2.1) snížilo rozdíl mezi třemi nejúspěšnějšími státy EU o 1,1 procentního bodu na 2,7 % v období prosinec 2006 – březen 2007. Inflace během druhého čtvrtletí se stále pohybovala ve spodním flukтуаčním pásmu. Ovšem se stagnací, zapříčiněnou opět zejména cenami zemědělských potravin v důsledku sucha a tím pádem nabídkou taženou inflací, která pokračovala ve třetím čtvrtletí meziročně v září s hodnotou 6,03 %, což je o 2,23 procentního bodu více než v červnu. Negativně se také podepsala základna z roku 2006, kdy byla naopak sklizeň vysoká. Inflaci přispěla také korekce předchozího posilování měny a převis poptávky nad nabídkou, také díky rostoucím příjmům domácností, které tyto poptávkové šoky propouštěly do ekonomiky. Inflace v prosinci tak zakotvila

na 6,57 %, což je o 2,57 procentního bodu od cíle a 1,57 procentního bodu od horní hranice tolerančního pásma (Inflation report – May 2007, August 2007, November 2007, February 2008).

Rok 2008: V prvním čtvrtletí byla v *České republice* inflace vysoce nad hranicí tolerančního pásma s hodnotami od ledna do března 7,5 %, 7,5 % a 7,1 %. Vysoká inflace byla způsobena zejména položkami regulovaných cen, korigovanou inflací, ale také nepřímými daněmi. Díky posilování kurzu koruny byly z části, ale ne dostatečně tlumeny vysoké ceny potravin a energetických surovin ve světě. Meziroční růst regulovaných cen dosáhl meziročně 15 % v březnu, což je nárůst o 8,5 procentního bodu oproti prosinci 2007. Lze zmínit zejména regulované nájemné, poplatky ve zdravotnictví, zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 % a ceny energií. V druhém čtvrtletí pokračovalo mírné snižování inflace s hodnotou 6,7 % v červnu. Navzdory zvýšení klíčových sazeb ECB a zápornému úrokovému diferenciatu kurz koruny stále zpevňoval, také díky nejistotě na finančních trzích v důsledku globální finanční krize. Po rekordních červencových hodnotách nastal odliv krátkodobého kapitálu z České republiky a dalších zemí s následným oslabením koruny proti dolaru o cca 25 % a 10 % proti euru. Hodnota inflace na konci září byla 6,6 %. V listopadu bylo rozhodnuto o snížení klíčové 2T repo sazby z 3,5 % o 0,75 procentního bodu na 2,75 % a o 0,50 procentního bodu v prosinci. Inflace se v posledním čtvrtletí dostala na prosincových 3,6 % a po třinácti měsících se tak navrátila do tolerančního pásma, zejména odezněním šoků z roku 2007, které působily proinflačně a protiinflačního vývoje na konci roku 2008 tj. snížení nákladových tlaků ze zahraničí (ropa, potravinářské a zemědělské komodity). (Zpráva o inflaci II/2008, III/2008, IV/2008, I/2009)

Rumunsko se na konci prvního čtvrtletí potýkalo se situací popsanou ke konci roku 2007, tj. nabídkové šoky, převis poptávky, oslabování kurzu, ale také negativní inflační očekávání. S inflací v březnu ve výši 8,63 %, což je necelé 2 procentní body nad prosincovou hodnotou. Cíl pro tento rok byl 3,8 % +/- 1 %, což bylo o necelé 3 procentní body nad horním flukтуаčním pásmem. Konec června znamenal inflaci prakticky totožnou jako v březnu s hodnotou 8,61 %, jádrová inflace pokračovala po poslední čtyři čtvrtletí rostoucím trendem až na červnových 8,1 %. Od třetího čtvrtletí se opět navázalo na desinflační trend se zářijovou inflací ve výši 7,3 % s poklesem o 1,3 procentního bodu za čtvrtletí. Důsledkem bylo zejména odeznívání exogenních nabídkových šoků. Změny se dočkala také jádrová inflace s poklesem na 6,9 %. Inflace na konci roku poklesla až na hodnotu 6,3 %, což je o něco níže než prosinec roku 2007. Inflace byla stále 2,5 procentního bodu nad středem cíle

a 1,5 procentního bodu od jeho horní hranice v podobě tolerančního pásma. Jádrová inflace zaznamenala pokles pouze o 0,2 procentního bodu na 6,7 % (Inflation report – May 2008, August 2008, November 2008, February 2009).

Rok 2009: Začátek roku se v *České republice* nesl v duchu nízké inflace, která byla blízko spodní hranice tolerančního pásma s hodnotami 2,2 %, 2 % a 2,3 % v březnu. Důsledkem bylo odeznění změn nepřímých daní ale také zpomalení tempa růstu regulovaných cen. Také byl zaznamenán vysoký propad ekonomického růstu a zaměstnanosti, to vše zejména díky dopadům světové finanční a hospodářské krize. Krize započala v roce 2007 a v roce 2008 již zasáhla celý svět. Pokleslo HDP v USA i eurozóně. Úroková sazba byla od února do května snížena celkem o 0,75 procentního bodu. Ve druhém a třetím čtvrtletí pokračovalo snižování inflace na červnových 1,2 % a poté poklesla o více než 1 % v průběhu třetího čtvrtletí až k 0 % meziročnímu růstu spotřebitelských cen v září. Měnověpolitická inflace byla meziročně shodně také na 0 % hodnotě. Ve čtvrtém čtvrtletí se inflace postupně z říjnové záporné hodnoty -0,2 % dostala na prosincovou hodnotu 1 % a byla tak 1 procentní bod od spodní hranice tolerančního pásma. Proinflačně působilo zvýšení ceny ropy, které se promítlo do cen pohonných hmot, ostatní proměnné byly nadále tlumeny nízkou domácí poptávkou. Inflace dle indexu HICP byla cca o 0,9 procentního bodu pod průměrem zemí EU s 0,5 % (Zpráva o inflaci II/2009, III/2009, IV/2009, I/2010).

Inflace v *Rumunsku* na konci prvního kvartálu vykazovala hodnotu 6,71 %, což je nárůst o 0,41 procentního bodu oproti prosinci předešlého roku. Pro doplnění - inflační cíl pro tento rok byl 3,5 % +/- 1 %. Znehodnocení domácí měny mělo vliv na zvyšování spotřebitelských cen. Na znehodnocení měl vliv také skepticismus zahraničních investorů ohledně zranitelnosti středoevropských zemí, vzhledem k možným dopadům finanční a hospodářské krize. Dále byl vývoj inflace ovlivněn cenou ropy na mezinárodních trzích a také zvýšením spotřebních daní. Inflace od druhého čtvrtletí začínala sestupným trendem prvně o 0,85 procentního bodu pod hodnotu z konce prvního kvartálu, poté o dalších 0,92 procentního bodu na konci třetího kvartálu až po konečnou prosincovou výši 4,74 %, což bylo o 0,24 procentního bodu nad horní hranicí tolerančního pásma. Vliv mělo ve druhém čtvrtletí zejména snížení poptávky vzhledem k aktuální nejistotě domácností a naopak působila spotřební daň u cigaret, která tvořila zhruba 1,2 % z jádrové inflace před očištěním. Třetí čtvrtletí bylo z hlediska vlivů na inflaci podobné jako čtvrtletí druhé s ještě menším dopadem regulovaných cen a tedy snížení inflace. Přestřelení cíle bylo více než ze třetiny zapříčiněno zmíněným zdražením tabákových výrobků s podílem 1,8 % na celkové inflaci. Na-

proti tomu jádrová inflace dosahovala na konci roku 2,8 %, což bylo způsobeno pozvolnějším oslabováním kurzu Leu, ale také poptávku uspokojující nabídkou potravin a celkovým pokračujícím útlumem poptávky z předchozích čtvrtletí (Inflation report – May 2009, August 2009, November 2009, February 2010).

4.4 Cílování inflace 2010-2020

Rok 2010: V prvním čtvrtletí v *České republice* vykazovala inflace mírný pokles na 0,6 % v únoru a na 0,7 % v lednu a březnu. Což bylo mírně pod spodní hranicí tolerančního pásma, vzhledem k tomu, že od roku 2010 je cíl nastaven na 2 % +/- 1 % viz obrázek (Obr. 6) na straně č. 43. Pokles spotřebitelských cen byl způsoben snížením regulovaných cen a položek v korigované inflaci očištěné od pohonných hmot. Proběhlo zvýšení nepřímých daní o 1 % z důvodu snížení schodku státního rozpočtu a také zvýšení některých spotřebních daní. Ve druhém čtvrtletí s meziročním růstem HDP 1,1 % se ekonomika postupně dostala z recese. Proběhlo také zvýšení inflace na 1,2 % v červnu zejména zvýšením regulovaných cen, které v červnu zrychlily svůj meziroční růst o 1,5 procentního bodu oproti březnu a také opožděný dopad zvýšených spotřebních daní u cigaret. Měnověpolitická inflace tak ovšem po odečtení změn způsobených předchozím zvýšením nepřímých daní byla odhadnuta pouze na 0,1 %. Inflace se v průběhu třetího čtvrtletí dostala na úroveň cíle se zářijovou hodnotou 2 % díky regulovaným cenám a potravinám. V prosinci byla poté inflace mírně v horní části pásma s hodnotou 2,3 % díky potravinám a také zrychlením cen u pohonných hmot z od září s 6,6 % na prosincovou hodnotu 11,2 % (Zpráva o inflaci II/2010, III/2010, IV/2010, I/2011).

V *Rumunsku* se inflace snížila o 0,54 procentního bodu na 4,20 % na konci prvního kvartálu a po jedenácti čtvrtletích se tak dostala do tolerančního pásma inflačního cíle. Spotřební daně se již plně promítly do cen dotčených výrobků. Pokračující pokles poptávky, zemědělských potravin ale také zhodnocující kurz Leu byly hlavními faktory. Inflace ve druhém čtvrtletí byla stále v pásmu, ovšem klesající trend se zastavil a inflace stoupla v červnu o 0,18 procentního bodu na 4,38 % zejména růstem regulovaných cen a depreciační kurzu Leu, který ovlivnil položky jádrové inflace citlivé na jeho změny. Inflace ve třetím čtvrtletí prudce akcelerovala až na hodnotu 7,77 % v září, což bylo o 2,27 procentního bodu nad horní hranicí tolerančního pásma zejména vlivem zvýšení daně z přidané hodnoty z 19 % na 24 %. Toto se na konci září odhadem promítlo asi do 61 % cen. Dopad na inflaci byl stále ještě zpomalován slabší poptávkou. V prosinci byla inflace 7,96 %, což bylo o

skoro 3,5 procentního bodu nad horní hranicí tolerančního pásma. Stále lze hovořit o dani z přidané hodnoty zvýšené v předchozím čtvrtletí, jako hlavním faktoru, ale také ceny potravin a pohonných hmot (Inflation report – May 2010, August 2010, November 2010, February 2011).

Rok 2011: V *České republice* dosahovala inflace meziročně v březnu hodnoty 1,7 %, což bylo mírně pod bodovým 2 % cílem. Inflace měnověpolitická, bez změn nepřímých daní vykazovala hodnotu 1,5 %. Vliv na inflaci měl zejména ústup dopadů zvýšení spotřebních daní v roce 2010. Inflace zůstávala na nízkých hodnotách i přes inflační tlaky způsobované cenami komodit. Meziroční inflace v červnu dosahovala mírně vyšší hodnoty 1,8 % tj. stále mírně pod inflačním cílem. Inflace zůstávala nízká navzdory proinflačním vlivům v podobě cen zemědělských komodit, které se projevily v cenách potravin. Stále totiž působily faktory nízké poptávky nebo klesající dovozní ceny u finálních produktů pro spotřebitele. Zářijová hodnota inflace ve výši 1,8 % byla shodná s měnově-politickou inflací, ale také s červnovou hodnotou vlivem faktorů zmíněných dříve. Proinflačně působily stále ceny komodit, protože domácí ekonomika nevyvíjela významné proinflační tlaky. Také oslabený ekonomický růst ve výši 1,2 % byl tažen pouze vývozem s dalším očekávaným snížením ve čtvrtém čtvrtletí. Inflace v prosinci dosáhla meziroční hodnoty 2,4 %, zejména s předstihem promítnutým změnám DPH (zvýšení snížené sazby) v lednu 2012 do cen potravin. Do regulovaných cen (zvýšení meziročně o 7 %) se zase promítlo zvýšení cen zemního plynu a položek ve zdravotnictví. Inflaci také podpořilo oslabení kurzu koruny. Dle indexu HICP se Česká republika pohybovala pod 3 % průměrem zemí EU s 2,8 % (Zpráva o inflaci II/2011, III/2011, IV/2011, I/2012)

Rumunsko v prvním kvartále tj. v březnu čelilo inflaci ve výši 8,01 %, což bylo o 0,05 procentního bodu nad hodnotou z prosince 2010, ale také 1,2 procentního bodu nad předpovědí pro březen. Což je o cca 5 procentních bodů nad středem cíle pro daný rok a 4 procentní body nad horní hranicí tolerančního pásma. Příčinou byly zejména ceny potravin, které zaznamenaly březnový meziroční růst ve výši 28,2 %. Což byl vrchol posledních sedmi let. Položky s volatilními cenami, tedy včetně potravin poté zaznamenaly růst ve výši 20,6 %, což znamenalo 3 procentní body z celkové inflace. Inflace na konci druhého čtvrtletí byla ve výši 7,93 %, kdy se do cen stále promítalo zvýšení daně z přidané hodnoty z července roku 2010. Ceny potravin poklesly o 5 procentních bodů na 23 %, avšak poptávkové šoky, které se předtím objevily, jako růst ceny ropy, nebo neenergetických komodit držely inflaci stále velmi vysoko. Třetí čtvrtletí zaznamenalo velký pokles inflace až

na zářijovou hodnotu 3,45 %, což je mezičtvrtletní pokles cca 4,5 procentního bodu. Toto bylo následkem zejména odeznívajících proinflačních faktorů zmíněných dříve. Na konci roku poklesla inflace o dalších 0,31 procentního bodu na finálních 3,14 %, což je mírně nad středem cíle. Přetrvávající záporná mezera výstupu a další uvolnění napětí zmíněných šoků také snížilo jádrovou inflaci na 2,37 %, ta pro představu vykazovala hodnotu 4,76 % na konci druhého čtvrtletí (Inflation report – May 2011, August 2011, November 2011, February 2012).

Rok 2012: Inflace v *České republice* dosáhla v lednu 3,5 % a březnová hodnota poté byla 3,8 %, což je o 1,4 procentního bodu nad hodnotou z prosince a 0,8 procentního bodu nad horním tolerančním pásmem. Zde pokračovalo promítnutí zvýšení u snížené sazby DPH s přímým vlivem na potraviny a některé regulované ceny. V záporných hodnotách se naopak pohybovala korigovaná inflace bez pohonných hmot, které měly mimo jiné tak vliv na vyšší inflaci. Červnová hodnota inflace byla shodně jako ze začátku roku ve výši 3,5 %. Na snížení inflace se podílely prakticky všechny její složky. Regulované ceny a změny nepřímých daní měly stále největší vliv na inflaci kombinovaně asi 1,3 %. Tržní ceny byly stále ovlivňovány nízkou poptávkou v ekonomice a protichůdně působilo oslabení měnového kurzu s přímým vlivem na dovozní ceny finálních spotřebitelských produktů. Inflace na konci třetího čtvrtletí byla o 0,1 procentního bodu nižší než v červnu s hodnotou 3,4 % opět s podílem prakticky všech složek inflace kromě pohonných hmot, které prudce zrychlily ze 4,1 % v červnu na 9,6 % v září. Regulované ceny (růst 8,1 %) a změny nepřímých daní stejně jako ve druhém čtvrtletí ukrajovaly zhruba 1,3 % z celkové inflace a měnově politická inflace tak byla na hodnotě 2,1 %. Prosincová hodnota inflace poklesla o 1 procentní bod proti září na 2,4 % a pohybovala se tak 0,4 procentního bodu nad inflačním cílem v horním tolerančním pásmu. Na snížení se opět podílely prakticky všechny složky inflace díky snížení externích nákladových tlaků a stále nízké poptávky v ekonomice. Měnověpolitická inflace poklesla shodně o jeden procentní bod na 1,1 %, což ukazuje stále stejný vliv nepřímých daní a regulovaných cen (Zpráva o inflaci II/2012, III/2012, IV/2012, I/2013)

Rumunsko na konci prvního čtvrtletí dosáhlo inflace 2,4 %, což bylo o 0,6 procentního bodu pod 3 % cílem ve spodním tolerančním pásmu. Aktuální nízké číslo lze přisuzovat také předchozímu vysokému základu pro porovnání díky předešlým vzniklým šokům u pohonných hmot a potravin v prvním čtvrtletí roku 2011. U volatilních cen tento efekt dokonce způsobil záporné hodnoty ve výši -2,4 %. Ve druhém čtvrtletí klesla inflace ještě

níže a držela se ve spodním tolerančním pásmu s hodnotami 1,8 % v dubnu a květnu a poté 2,04 % v červnu. Vyjma efektu vyvolaného mimo jiné zmíněnou porovnávací základnou u volatilních cen potravin (ovoce, zelenina, vejce) byl pokles způsoben také nabídkovými domácími i externími faktory, ale také nedostatečnou poptávkou. Inlace na konci třetího čtvrtletí ovšem dosahovala hodnot 5,3 %, což byl prakticky vzestup o 3 procentní body oproti červnovým hodnotám a 1,3 % na horní hranici tolerančního pásma. Toto bylo způsobeno zejména zvýšením cen zemědělských potravin, které byly ovlivněny poklesem domácí a zahraniční produkce vlivem nepříznivého počasí. Toto mělo vliv také na ceny méně volatilních cen potravin z upravené jádrové inflace, která se také zvýšila z 2,1 % na 3 % na konci čtvrtletí. Inlace na konci roku byla ve výši 4,95 % vlivem zejména stabilizací předchozích šoků, sestupnému trendu ceny ropy ale také posílení kurzu proti euru. Protichůdně působilo například zhoršené inflační očekávání a postupné začleňování zvýšených cen zemědělských komodit do spotřebitelských cen. Inlace tak byla stále 0,95 % nad horní hranici tolerančního pásma (Inflation report – May 2012, August 2012, November 2012, February 2013).

Rok 2013: Znamenal v *České republice* pokles inflace na březnových 1,7 %, což bylo mírně pod 2 % bodovým cílem. Měnově politická inflace byla o 0,1 procentního bodu pod spodní hranici tolerančního pásma ve výši 0,9 %. Snížení lze přisuzovat zejména regulovaným cenám a nepřímým daním, které s dopadem na inflaci kombinovaně dosáhly hodnoty 0,8 % oproti prosincovým 1,3 %. Následně ve druhém čtvrtletí byla hodnota inflace v červnu 1,6 % v důsledku vlivů z prvního čtvrtletí roku, což bylo výrazně zpomalováno růstem cen potravin z 2,4 % v březnu na 4,1 % v červnu. Korigovaná inflace bez pohonných hmot klesla z -0,3 % v březnu na -0,7 % v červnu díky stále nízké spotřebitelské poptávce. V třetím čtvrtletí pokračoval klesající trend inflace, kdy se zářijová hodnota klesla na 1 % a byla tak přesně na hranici spodního tolerančního pásma. Pokles byl opět způsoben vlivem prakticky všech složek inflace. K nízké inflaci přispěly také stagnující ceny ropy na světových trzích a příznivý vývoj na trhu se zemědělskými komoditami v důsledku vydařené sklizně. Hodnota inflace v prosinci dosáhla výše 1,4 % a o 0,4 % se tak zvýšila proti zářijové hodnotě důsledkem oslabení kurzu koruny, které mělo vliv prakticky na všechny složky tržní inflace (Zpráva o inflaci II/2013, III/2013, IV/2013, I/2014).

Devizový kurz - Nekonvenční nástroje měnové politiky byly často viděny napříč ekonomikami po světové finanční a ekonomické krizi v roce 2008. Na příklad britská BoE a americký FED se uchýlily ke kvantitativnímu uvolňování. Česká republika až do 7. listo-

padu 2013 využívala úrokových sazeb jako standardního nástroje měnové politiky, když rada ČNB rozhodla o dočasném zavedení devizového kurzu jako nástroje pro další uvolnění měnových podmínek. Zejména z důvodu poklesu základní úrokové sazby ve čtvrtém čtvrtletí roku 2012 až na technickou nulu a zamezení užívat tohoto nástroje efektivně pro další oživení ekonomiky a rizika deflace. Plánem ČNB bylo udržovat devizový kurz poblíž hodnoty 27 CZK/EUR (Zpráva o inflaci - říjen 2013).

Rumunsko na konci prvního čtvrtletí čelilo inflaci ve výši 5,25 %, což bylo 1,75 procentního bodu nad horní hranicí tolerančního pásma, které bylo nově pro rok 2013 ve výši 3,5 % tj. 1 procentní bod nad 2,5 % inflačním cílem. Proinflačně působilo zvýšení některých regulovaných cen a úpravy spotřební daně v prvním čtvrtletí. Protiinflačně naopak působilo zhodnocování leu vůči euru, nebo také záporná produkční mezera a nízko inflační očekávání. Inflace se pohybovala v podobné výši i na konci druhého čtvrtletí zejména díky přetrvávajícím efektům předchozích ekonomických šoků a v červnu dosahovala hodnoty 5,37 %. Dubnové zvýšení spotřební daně na tabákových výrobcích a tlaky na volatilní ceny potravin byly hlavními příčinami. Protichůdně naopak působily klesající ceny pohonných hmot díky levnější ropě a také posílení kurzu leu vůči dolaru. Inflace na konci třetího čtvrtletí byla na hodnotě 1,88 %, což bylo o 3,49 procentního bodu pod hodnotou z června. Za pokles může také oslabování předchozích nabídkových šoků v zemědělství z druhé poloviny roku 2012, výrazné zlepšení inflačních očekávání, ale také stále přítomná záporná mezera výstupu. Hlavní vliv lze ale přisoudit spíše pozitivnímu vývoji v zemědělství a snížení DPH u jistých druhů pekařských výrobků. Konec roku byl završen nejnižší inflací za posledních 24 let ve výši 1,55 %, což je prakticky spodní okraj tolerančního pásma. Za determinanty podílející se na vývoji inflace lze považovat ty z předchozího čtvrtletí (Inflation report – May 2013, August 2013, November 2013, February 2014).

Rok 2014: Česká republika zaznamenala na konci roku 2013 téměř po dvou letech ekonomický růst. Inflace dle očekávání v prvním čtvrtletí poklesla na hodnotu 0,2 % meziročně v březnu. Inflace se tedy nacházela o 0,8 procentního bodu pod dolní hranicí tolerančního pásma vlivem poklesu regulovaných cen, ale také odeznění vlivů změny DPH v minulém roce. Měnově-politická inflace se blížila nulovým hodnotám. Inflace ve druhém čtvrtletí se také v průměru pohybovala kolem hodnoty 0,2 %. Rozhodnutí o zavedení nástroje měnového kurzu tak pomáhalo před zabřednutím ekonomiky do deflace. Zvýšení dovozních cen tak bylo způsobeno zejména vlivem oslabení kurzu což se promítlo také do korigované inflace bez pohonných hmot, která se tak dostala do kladných hodnot. Proti-

chůdně působilo snížení cen potravin z květnových 2,2 % na zápornou hodnotu -0,1 % v červnu. Inlace ve třetím čtvrtletí dosáhla průměrné hodnoty 0,6 % a 0,5 % v její měnově-politické podobě. Oslabený kurz stále působil zejména přes dovozní ceny, ale podporoval také růst ekonomiky. Korigovaná inflace bez pohonných hmot dosáhla hodnoty 0,8 %. Ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí pokračovala v růstu, ale inflace se pohybovala velmi nízko pod inflačním cílem v průměru 0,5 % za čtvrtletí, ale v prosinci s propadem až na 0,1 %. Vliv na nízkou inflaci měl zejména pokles ceny ropy promítající se do cen pohonných hmot ze zářijových -0,1 % na prosincových -6 %, a také pokles cen potravin. Měnově-politická inflace tak v průměru dosahovala hodnoty 0,3 % s propadem do záporných hodnot v prosinci (Zpráva o inflaci II/2014, III/2014, IV/2014, I/2015).

Rumunsko na konci prvního čtvrtletí zaznamenalo další snižování inflace na březnových 1,05 %, což byl pokles o 0,5 procentního bodu proti prosinci minulého roku, ale také o 0,45 procentního bodu pod spodní hranici tolerančního pásma inflace. Vliv na to měla zejména pozitivní vysoká porovnávací základna po zvýšení cen elektrické energie v lednu 2013. Podpůrně také působil pozitivní vývoj v zemědělství na ceny pro spotřebitele. Proti chůdně působilo oslabení leu vůči euru, ale také kontrakce záporné produkční mezery, které zpomalily deflaci upravené jádrové inflace na -0,03 %. Ve druhém čtvrtletí bylo dosaženo nového historického minima inflace ve výši 0,66 %. Prakticky jediným proinflačním tlakem bylo zvýšení spotřební daně u pohonných hmot o 7 euro centů na litr. Inlace v září se vrátil těsně nad spodní hranici dolního tolerančního pásma s na hodnotu 1,54 %. Dle inflační zprávy byl vzestup vyloženě statistickým efektem způsobeným zmíněným snížením DPH u jistých pekařských výrobků v září 2013 a inflace se tak přirozeně vrátila do inflačního pásma. Záporná produkční mezera a inflační očekávání stále podporují nízkou jádrovou inflaci. Inlace na konci roku opět poklesla na prosincovou hodnotu 0,83 %, tedy mimo hranice tolerančního pásma zejména díky exogennímu vývoji. Jmenovitě ceny ropy vedoucí k poklesu cen pohonných hmot a cenám zemědělských komodit kombinovaně se zakázaným přístupem na ruský trh vzhledem k Ukrajinско-Ruskému konfliktu (Inflation report – May 2014, August 2014, November 2014, February 2015).

Rok 2015: Inlace v *České republice* se v prvním čtvrtletí pohybovala v průměru kolem hodnoty 0,1 % s maximální březnovou hodnotou meziročních 0,2 %. Vliv na inflaci měly zejména faktory zmíněné na konci roku 2014, tj. pohonné hmoty a potraviny. Měnově-politická inflace byla průměrně -0,1 %. Naopak zrychlení se dočkala korigovaná inflace bez pohonných hmot se zvýšením o 1,1 procentního bodu proti předchozímu čtvrtletí vli-

vem oslabení kurzu vůči euru a také dolaru. Inflace ve druhém čtvrtletí postupně zrychlovala až na červnovou hodnotu 0,8 %, stále to bylo ovšem o 1,2 procentního bodu pod 2 % bodovým cílem. Předchozí faktory zmírnily své protiinflační tlaky, potraviny začaly meziročně zdražovat a zmírnila se také dynamika poklesu cen pohonných hmot. Měnově-politická inflace dosáhla červnových hodnot 0,6 %. První polovina roku znamenala zrychlení ekonomického růstu v ekonomice s mírným snížením inflace ve třetím čtvrtletí na 0,4 % v září, což je o polovinu méně než červnová hodnota 0,8 %. Snížení inflace bylo způsobeno opětovným poklesem cen potravin s meziročním srpnovým poklesem a propad cen ropy měl opět vliv na pohonné hmoty a snížení jejich cen až na hodnotu -15 % v září. Korigovaná inflace bez pohonných hmot byla v průměru s hodnotou 1,1 % stejná jako v předešlém čtvrtletí. Poslední čtvrtletí roku byla inflace ještě nižší než v předchozím a to to v průměru 0,1 % vlivem cen potravin s obnovením meziročního poklesu v prosinci. Ceny pohonných hmot dále poklesly a dosahovaly v průměru za čtvrtletí -16,6 % díky kontinuálnímu poklesu cen ropy. Vlivem rychlého růstu ekonomiky, který pokračoval i ve druhé polovině roku a zvýšené dynamice mezd se mírně zvýšila korigovaná inflace na průměrných 1,3 % (Zpráva o inflaci II/2015, III/2015, IV/2015, I/2016).

Rumunsko v prvním čtvrtletí opět pokořilo dosavadní minimum s meziroční inflací 0,4 % v lednu a únoru a poté zakotvila na 0,8 % v březnu. Také průměrný roční index HICP dosahoval v březnu pouze 1,2 %. Mezi inflační determinanty patřilo zejména snížení cen energií, výrobních materiálů, ale také nižší importované inflaci díky posílení domácí měny vůči euru. Jádrová inflace tak poklesla na 0,8 %. Inflace ve druhém čtvrtletí se opět pohybovala dokonce v záporných hodnotách, konkrétně -1,6 % v červnu. Pokles byl zapříčiněn zejména rozšířením snížené 9 % sazby na všechny potraviny, nealkoholické nápoje a veřejné stravovací služby. Důsledkem byl meziměsíční pokles o 9,8 % na potravinách. Průměrná roční inflace dle HICP byla ve výši 1 %, tj. o 0,2 procentního bodu pod březnovou hodnotou. Vyjma zmíněného snížení DPH by inflace pravděpodobně stoupala blíže spodnímu tolerančnímu pásmu vzhledem ke světovým cenám ropy, nepříznivým povětrnostním podmínkám v květnu, zužování záporné produkční mezery a dalším. Záříjový propad inflace až na -1,7 % byl stále tažen vlivy z předchozího čtvrtletí, ale také snížením cen ropy se srpnovým minimem dosaženým prvně od globální ekonomické krize. Zužování záporné produkční mezery bylo kompenzováno pozitivním inflačním očekáváním ale také snížením tempa růstu dovozních cen. Inflace na konci roku byla tedy stále v záporných hodnotách,

konkrétně -0,9 %. HICP index se v říjnu dostal do záporných hodnot a zakotvil na -0,4 % v prosinci (Inflation report – May 2015, August 2015, November 2015, February 2016).

Rok 2016: V prvním čtvrtletí v *České republice* byla inflace v lednu 0,6 %, což byla cca o 0,5 procentního bodu nad průměrem posledního čtvrtletí roku 2015, ovšem poté opět poklesla na 0,5 % v únoru a 0,3 % v březnu. Lednové zrychlení cenového růstu potravin, pohonných hmot a regulovaných cen opět vystřídal jejich pokles v únoru a březnu. Navzdory zvolnění tempa růstu korigované inflace bez pohonných hmot tato složka přispívala stále nejvíce k růstu spotřebitelských cen. Průměrná inflace ve druhém čtvrtletí dosáhla 0,3 % s 0,6 % meziočnně v dubnu a poté květen a červen shodně s hodnotou 0,1 %. Což byly hodnoty velmi hluboko pod 2 % bodovým cílem. Domácí nákladové tlaky způsobené pokračujícím růstem ekonomiky a dynamiky mezd působily na korigovanou inflaci, která s hodnotou 1 % v červnu stále nejvíce podílela na růstu cen v ekonomice. Průměrná meziočnní inflace se ve třetím čtvrtletí zvýšila na 0,5 % vlivem zmírněného poklesu cen potravin a pohonných hmot, které zmírnily pokles na -7,3 % v září. Čtvrté čtvrtletí znamenalo výrazný růst inflace na průměrných 1,4 % a dílčí prosincovou hodnotu ve výši 2 %, co bylo v souladu s bodovým cílem ČNB, kde byla navrácena po čtyřech letech. Za zvýšením inflace stály faktory jako růst cen potravin, nebo zrychlení růstu korigované inflace bez pohonných hmot a v ní obsažených neobchodovatelných statků. Další vliv na zvýšení korigované inflace mělo zavedení elektronické evidence služeb (EET), které se promítlo do růstu cen v restauracích, včetně zvýšení dalších služeb v ekonomice. Vliv měl také po dlouhé době kladný příspěvek cen pohonných hmot do celkové inflace (Zpráva o inflaci II/2016, III/2016, IV/2016, I/2017).

Rumunsko se na konci prvního čtvrtletí potýkalo s propadem inflace na -2,98 %, což je o 2,1 procentního bodu níže oproti prosinci 2015. V první čtvrtletí byla snížena základní sazba DPH z 24 % na 20 %, což navázalo na snížení snížené sazby DPH z června 2015. Ovšem došlo také ke snížení dynamiky cen z důvodu nízké importované inflace z pohledu vývoje měnového kurzu ale také zahraničního vývoje cen. Inflace na konci druhého čtvrtletí byla stále v záporných hodnotách, ovšem po zvýšení o 2,3 procentního bodu se dostala na hodnotu -0,7 %. Stále záporná hodnota inflace byla díky přetrvávajícímu efektu ze snížení základní sazby DPH. Inflace na konci třetího čtvrtletí se posunula o 0,1 procentního bodu nahoru na -0,6 %. Pokles cen (mimo efekt snížení DPH) se zastavil a mírně vzrostl z 0,7 na 0,8 % v září. Dá se říci, že se jednalo o reakci na postupné oslabování externích desinflačních tlaků, které bránily vzestupu domácích cen vlivem nadměrné poptávky. Já-

drová inflace očištěná o fiskální vlivy se dostala na hodnotu 1,4 % na konci září v souvislosti s korekcí inflačních očekávání. Prosincová hodnota inflace se držela prakticky na stejných hodnotách jako na konci třetího čtvrtletí s -0,54 %. Přejídné proinflační faktory typu snížení DPH, jsou kompenzovány stálejšími faktory typu kladné produkční mezery. Pomalejší pokles kurzu leu vůči euru naopak způsobil snížení dynamiky jádrové inflace na 1,2 %, tj. o 0,2 procentního bodu proti září po očištění fiskálních vlivů (Inflation report – May 2016, August 2016, November 2016, February 2017).

Rok 2017: Inflace v *České republice* během prvního čtvrtletí dosáhla průměrné hodnoty 2,4 %, což bylo stále ve spodní polovině horního tolerančního pásma s 0,4 procentními body nad 2 % bodovým cílem. Hodnota v březnu byla 2,6 %. Cenový růst byl způsoben zejména rostoucí jádrovou inflací (náhrada předchozího názvu korigované inflace bez PHM) v důsledku předchozího zavedení EET v minulém roce a zvýšení imputovaného nájemného, ale také cenami potravin. Průměrná výše inflace ve druhém čtvrtletí byla nad úrovní 2 %, průměrně 2,2 % za čtvrtletí opět díky vlivu předešlých faktorů. Inflace ve třetím čtvrtletí dosahovala průměrné hodnoty 2,6 % se zářijovým maximem 2,7 % a blížila se tak horní hranici tolerančního pásma. Vliv na růst cen měla stále jádrová inflace a také ceny potravin. Inflace měnověpolitická dosahovala hodnoty 2,6 %, tj. měla záporný příspěvek k celkové inflaci vlivem snížení DPH pro restaurace a další stravovací zařízení v minulém roce. Protichůdně působilo lednové zvýšení spotřební daně na tabák a tabákové výrobky. Inflace v říjnu byla těsně pod 3 % hranicí inflačního cíle s postupným poklesem na prosincovou hodnotu 2,4 %. Na vývoj inflace měly vliv stále stejné faktory s tím, že se snížila dynamika jádrové inflace, zejména díky odeznění vlivů předchozího skokového zvýšení cen v restauracích a obdobných zařízeních z důvodu zavedení EET (Zpráva o inflaci II/2017, III/2017, IV/2017, I/2018).

Zrušení kurzového závazku – Po zavedení 7. listopadu 2013 v reakci na dříve započatou ekonomickou recesi a strach z propadu ekonomiky do deflace byl tento kurzový závazek zrušen radou ČNB na mimořádném zasedání dne 6. dubna 2017. Do března roku 2017 ČNB intervenovala proti posílení koruny vůči euru v celkové výši 75 miliard EUR (Zpráva o inflaci II/2017).

Rumunsko se v prvním čtvrtletí roku vrátilo s inflací do kladných hodnot s březnovými 0,18 %, což je ovšem stále 1,32 procentního bodu pod spodní hranici dolního tolerančního pásma. Determinanty tohoto vývoje byly zejména oslabování vlivu předchozího snižování DPH, ale také externími nabídkovými šoky – špatné povětrnostní podmínky a omezení

dodávek ropy, které se rychle projeví na nejvíce volatelných položkách spotřebního koše. Pomáhala také kladná produkční mezera, která se však stále plně neprojevila ve spotřebních cenách, což by značilo malou citlivost jádrové inflace na její změny. Inflace se v červnu zvýšila o 0,67 procentního bodu oproti březnu. Postupně se začaly projevovat zvýšené ceny vstupů podniků v závislosti na kladné produkční mezeře a další exogenní faktory. Inflace ve třetím čtvrtletí dosáhla spodního tolerančního pásma se zářijovou hodnotou 1,77 % vlivem zejména předchozích zmíněných faktorů. Shodně na tom byla i jádrová inflace s hodnotou 1,8 %. Vyloučení vlivu nedaňových poplatků a nepřímých daní by znamenalo meziroční zářijovou inflaci ve výši 2,6 %. Konec roku znamenal velký nárůst inflace o 1,55 %, který zakotvil na prosincové hodnotě 3,32 % tj. 0,82 procentního bodu od bodového inflačního cíle a 0,18 procentního bodu pod horní hranici tolerančního pásma. Jednalo se o nabídkové šoky typu zvýšení spotřební daně u pohonných hmot, ceny elektřiny na místním trhu a další. V neposlední řadě se projevovала také zmíněná kladná produkční mezera a zvýšené inflační očekávání (Inflation report – May 2017, August 2017, November 2017, February 2018)

Rok 2018: Inflace v *České republice* v prvním čtvrtletí postupně zvolňovala na březnových 1,7 %. Pokles byl způsoben zejména sníženou dynamikou růstu cen potravin z lednových 4 % na březnové 2 % a došlo také ke snížení jádrové inflace zmíněné již v předchozím čtvrtletí. Naopak růst cen elektřiny měl vliv na zvýšení regulovaných cen. Navzdory růstu cen ropy přesahujícímu v prvním čtvrtletí 20 % měl posilující kurz CZK/USD vliv na snížení cen pohonných hmot o průměrných 1,6 procentního bodu. Ve druhém čtvrtletí inflace zrychlovala až na červnovou hodnotu 2,6 %. Do cen pohonných hmot se již promítlo zvýšení cen ropy také za pomoci oslabení koruny vůči dolaru a meziročně se v červnu ceny pohonných hmot zvýšily o více než 10 procentních bodů. Také se opět zvýšila dynamika cen potravin. Měnově-politická inflace se nacházela o 0,1 procentního bodu pod inflací celkovou. Průměrná inflace ve třetím čtvrtletí byla 2,4 % opět tažena jádrovou inflací, kde se promítly vyšší ceny bydlení, rekreací a dalších služeb tj. neobchodovatelných statků a cenami pohonných hmot. Cena ropy se zvýšila až o více než 40 %. Ve čtvrtém čtvrtletí se inflace snížila na průměrných 2,1 % a držela se tak blízko vyhlášeného bodového cíle. Největší vliv na celkovou inflaci měla stále jádrová inflace díky vysoké spotřebitelské poptávce a rychlému růstu mezd. Naopak prudký pokles cen ropy zapříčinil meziroční pokles cen pohonných hmot v prosinci na 6,1 % a to včetně vlivu

oslabené koruny vůči dolaru o cca 5 % (Zpráva o inflaci II/2018, III/2018, IV/2018, I/2019).

Rumunsko v prvním čtvrtletí pokračovala inflace ve vzestupném trendu a nacházela se nad horní hranicí tolerančního pásma ve výši 4,95 %, což je cca o 1,6 procentního bodu výše oproti prosinci roku 2017. Více než polovina nárůstu byla přisuzována statistickému efektu spojenému se změnami nepřímých daní a rušení některých nedaňových poplatků v roce 2017. Inflace byla tažena determinanty z minulého roku, navíc také oslabováním kurzu domácí měny vůči euru. Červnová inflace se vyšplhala až na 5,4 % díky pokračujícím zvyšování cen pohonných hmot vzhledem k cenám ropy na světových trzích, ale také zvýšené spotřební dani na tabákových výrobcích. Průměrný roční index HICP dosáhl v červnu hodnoty 2,9 % proti 1,9 % v březnu. Jádrová inflace se snížila na 2,9 % z 3,09 %, ale přesto zvýšené náklady firem a kladná produkční mezera včetně vysokých inflačních očekávání naznačovaly spíše pokračující proinflační vývoj. Záříjová hodnota inflace se zastavila na rovných 5 %, což bylo stále 1,5 procentního bodu nad horní hranicí tolerančního pásma. Pokles byl způsoben zejména statistickou základnou na konci třetího čtvrtletí roku 2017. Inflace v listopadu a prosinci poklesla na 3,4 a 3,3 % do horní části tolerančního pásma inflace s inflačními determinanty obdobnými jako ve třetím čtvrtletí. Ovšem převis poplatky a velká dynamika růstu mezd stále představovali riziko pro budoucí inflační vývoj (Inflation report – May 2018, August 2018, November 2018, February 2019).

Rok 2019: V prvním čtvrtletí v *České republice* se březnová hodnota inflace dostala na 3 %, což byla horní hranice tolerančního pásma. Na růst měly vliv zejména faktory zmíněné v posledním čtvrtletí roku 2018. Jádrová inflace rostla díky neobchodovatelným i obchodovatelným statkům, na které mělo vliv oslabení kurzu vůči dolaru i euru. Inflaci přispěl také růst regulovaných cen, zejména vlivem zdražení elektřiny. Průměrná hodnota inflace ve druhém čtvrtletí byla 2,8 % vlivem jádrové inflace, kde se stále projevovaly silné domácí inflační tlaky, regulovaných cen a nově také zvýšeného růstu cen potravin. Cenová dynamika z druhého čtvrtletí zůstala zachována i ve třetím čtvrtletí s průměrnou inflací ve výši 2,8 %, takže stále ve vymezeném inflačním pásmu. Inflace byla tažena stále zejména jádrovou inflací jako v předchozích čtvrtletích. Čtvrté čtvrtletí znamenalo cenový růst na průměrné 3 % s přesahem mimo toleranční pásmo během čtvrtletí. Cenový růst byl stále tažen jádrovou inflací, zrychlením dynamiky regulovaných cen a cen potravin (Zpráva o inflaci II/2019, III/2019, IV/2019, I/2020).

Rumunsko se z hlediska inflace nacházelo nad horním tolerančním pásmem s inflací 3,83 % v lednu a 4,03 % v březnu. Tento vývoj byl způsoben zejména šoky v podobě zvýšených cen zeleniny, mezinárodního zvýšení cen ropy, předem zmíněnou spotřební daní u cigaret, ale také mírnou depreciací kurzu leu vůči euru. Ze základních determinantů lze zmínit také cenu práce a vysokou poptávku. Inflace dle HICP indexu byla více než 2 % nad průměrem zemí EU s 4,1 % meziročně v březnu. Mírné zpomalení inflace v červnu na 3,84 % bylo stále mimo toleranční pásmo inflace. Vlivem zejména exogenních faktorů jako korekce cen ropy ve druhém čtvrtletí a předchozí zavedení zvýšené spotřební daně na tabákové výrobky ve druhém čtvrtletí roku 2018. Jádrová inflace se zvýšila o 0,6 procentního bodu na 3,3 % proti prvnímu čtvrtletí. Třetí čtvrtletí znamenalo návrat inflace do horního pásma s hodnotou 3,49 %, tedy těsně pod hranici. Tento vývoj byl způsoben zejména poklesem cen zeleniny v závislosti na plodné sklizni v EU. Protichůdně působily ceny tabákových výrobků a zmíněné základní determinanty jako mzdy a vysoká poptávka, které měl vliv na zrychlování upravené jádrové inflace. Na konci roku se inflace zvýšila o 0,55 procentního bodu na 4,04 %, což bylo opět nad horní hranicí tolerančního pásma inflace. Za zvýšení mohl také statistický efekt cen pohonných hmot (výrazný pokles v listopadu a prosinci 2018) a nabídkové šoky u zemědělsko-potravinářských komodit, které byly do cen promítnuty snáze díky zmíněným základním determinantům inflace. Jádrová inflace poté dosáhla prosincové hodnoty 3,7 % (Inflation report – May 2019, August 2019, November 2019, February 2020).

Rok 2020: V *České republice* se inflace v prvním čtvrtletí pohybovala průměrně ve výši 3,6 %, což bylo o 0,6 procentního bodu nad horní hranicí tolerančního pásma inflace. Vliv na tuto skutečnost měla stejně jako v předchozím roce jádrová inflace, ale také ceny potravin. Naopak nastal pokles dynamiky regulovaných cen a snížily se ceny pohonných hmot. Průměrná hodnota inflace ve druhém čtvrtletí dosahovala 3,1 % tažena předchozími faktory. Například růst cen potravin byl zapříčiněn vysokou poptávkou, která narážela na omezení dopravy z důvodu pandemie koronaviru a také nedostatečnou pracovní sílu v zemědělství. Naopak protiinflačně působil pokles růstu cen pohonných hmot. Růst cen ve třetím čtvrtletí byl průměrně 3,3 %, což je o 0,3 procentního bodu nad tolerančním pásmem inflace. Vliv na růst cen měla stále zejména jádrová inflace, na kterou působilo jarní zvýšení nákladů a stále vysoká spotřebitelská poptávka. Dále se stále projevoval růst cen potravin, i když již pozvolna během třetího čtvrtletí slábnul. Výraznější růst spotřebitelských cen byl stále tlumen poklesem cen pohonných hmot navzdory jeho zmírnění proti minulému čtvrt-

letí. Průměrná meziroční hodnota inflace ve výši 2,6 % ve čtvrtém čtvrtletí znamenala návrat do tolerančního pásma. Odeznění dynamického růstu cen potravin a snížení regulovaných cen byly hlavními determinanty daného vývoje. Jádrová inflace takto výrazného snížení nedosáhla. Naopak posílení koruny vůči dolaru vzhledem k jeho oslabení na světových trzích vyvažovalo růst cen ropy a tak stále klesaly ceny pohonných hmot (Zpráva o inflaci II/2020, III/2020, IV/2020; Zpráva o měnové politice – zima 2021).

Rumunsko se na konci prvního čtvrtletí vrátilo do inflačního pásma s meziroční březnovou hodnotou 3,05 %. Konec dubna byl poté ještě blíže k bodovému cíli s 2,68 %. Sestupný trend inflace byl důsledkem poklesu cen paliv v důsledku snížení spotřební daně od 1. ledna a také prudkým propadem ropy v souvislosti s pandemií COVID-19 ve světě. Jádrová inflace se naopak pohybovala kolem hodnoty 3,7 % jako na konci roku 2019 skloubením před a post pandemických vlivů. Inflace na konci druhého čtvrtletí dále klesla na 2,58 % vlivem předchozích determinantů, ale také velkému poklesu agregátní poptávky v důsledku pandemie COVID-19, včetně nejistot ohledně budoucího zotavování ekonomiky. Pokles ekonomické aktivity, či její úplné zastavení ve vybraných ekonomických sektorech a pokles mobility, byly základní determinanty, které způsobily zmíněný propad cen ropy. Inflace na konci září byla 2,45 % a poklesla tak do spodní části tolerančního pásma těsně pod bodový cíl 2,5 %. Proinflační tlaky byly vyvolávány zejména náklady souvisejícími s udržení pandemie pod kontrolou. Jádrová inflace se stále pohybovala kolem hodnoty 3,7 %. Inflace dle HICP indexu poklesla také a to na 2,8 %. Sestupný trend inflace pokračoval i ve čtvrtém čtvrtletí s prosincovou hodnotou 2,06 %. Vliv na pokles měla bohatá úroda ovoce a zeleniny, ale také vysoká předchozí statistická základna díky zdražení zpracovaného jídla v minulém roce – toto také způsobilo pokles jádrové inflace na 3,3 %. Naopak protichůdně působilo rychlejší oživení ekonomiky oproti předpokládaným ztrátám HDP na začátku roku díky pandemii koronaviru, což vyvolávalo nákladové tlaky (Inflation report – May 2020, August 2020, November 2020, February 2021).

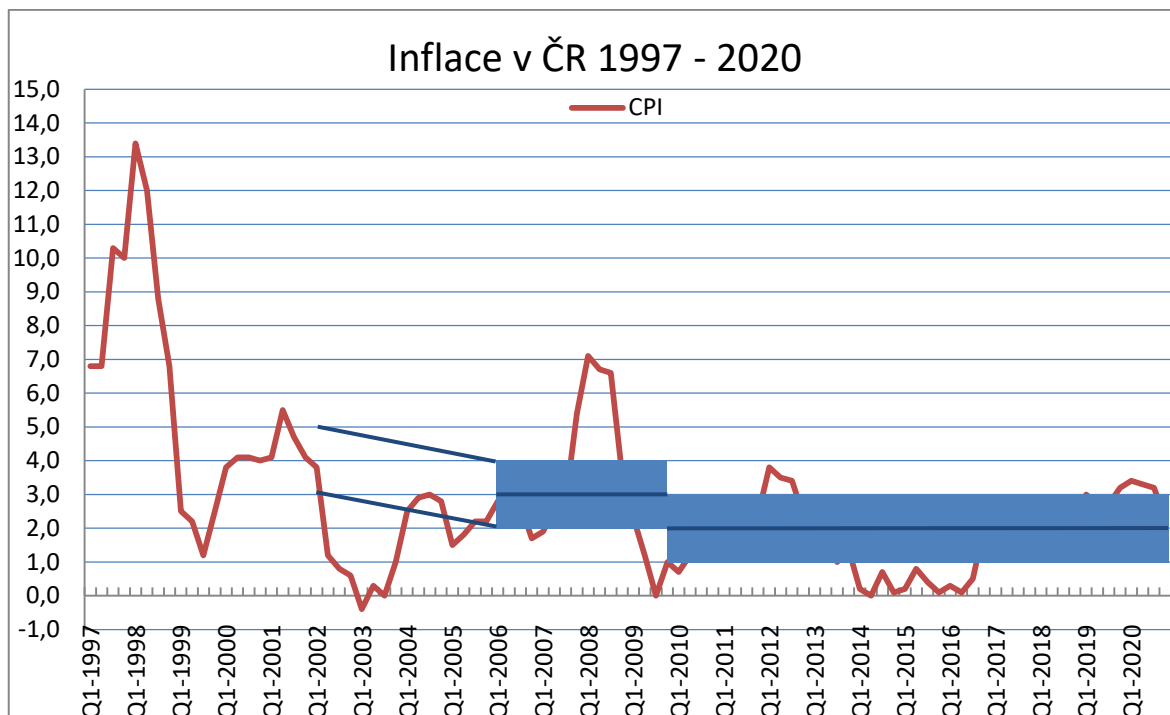
5 ZHODNOCENÍ PLNĚNÍ INFLAČNÍHO CÍLE VE VYBRANÝCH EKONOMIKÁCH

V následujícím textu je provedeno zhodnocení plnění inflačního cíle na základě meziročních hodnot CPI ke konci každého kvartálu, viz přílohy (P II a PIII) ve sledovaných letech od zavedení režimu cílování inflace pro každou ekonomiku zvlášť. Hodnocení je provedeno na základě pohybu inflace v cílovém pásmu či mimo něj po předchozím rozboru zpráv o inflaci ve 4. kapitole této diplomové práce.

5.1 Česká republika

Po zavedení režimu cílování inflace v České republice se v období od roku 1998 – 2001 podařilo snížit inflaci z maximálních 13,4 % (únor, březen) v roce 1998 až na meziročních 2,8 a 2,5 % ve stejných měsících roku 1999. Nutno podotknout že v období 1997 – 1998 byl sled více faktorů jako zvýšení regulovaných cen, sazeb DPH a depreciace koruny a v roce 1999 už byly hodnoty po odeznění těchto vlivů. Ovšem ČNB v tomto období cílovala “čistou“ inflaci zmíněnou v předchozím textu tj. očištěnou o vliv regulovaných cen a nepřímých daní. Inflační cíl pro konec roku 1998 v rozmezí 5,5 – 6,5 % byl tedy podstřelen o 3,8 procentního bodu, krátkodobý cíl pro rok 1999 ve výši 4 – 5 % byl opět podstřelen o 2,5 procentního bodu. Střednědobý cíl pro konec roku 2000 v rozmezí 3,5 – 5,5 % byl následně také podstřelen o 0,5 procentního bodu. Poslední intervalový cíl pro rok 2001 v rozmezí 2 – 4 % byl splněn s čistou inflací ve výši 2,4 %. Naplnění cíle v tomto období bylo tedy úspěšné pouze v jednom ze čtyř sledovaných období. ČNB ovšem díky lepšímu porozumění a transparentnosti upustila od cílování čisté inflace. Hlavní porovnání bude tedy následovat od období, kdy sledovala celkovou inflaci.

Období od roku 2002 již ČNB sleduje celkovou inflaci bez vyloučení předchozích položek. Vývoj inflace dle CPI měřené meziročně ke konci kvartálu daného roku je v České republice je zaznamenán na obrázku (Obr. 8).



Obr. 8. Vývoj inflace v ČR 1997 - 2020 (vlastní zpracování z: Inflace – druhy, definice, tabulky, c2022)

Na základě údajů spočítaných v tabulce (Tab. 3) je vidět, že inflace se pohybovala v cílovém pásmu v 51,32 % sledovaného období v letech 2002 – 2020, což je tedy mírně nad polovinou ve sledovaném období. Nad cílovým pásmem se poté pohybovala po 14,47 % sledovaného období a pod pásmem ve 34,21 % sledovaného období. Z hlediska odchylek od tolerančního pásma inflace byla průměrná kladná odchylka 1,15 procentního bodu od pásma a záporná odchylka od spodní hranice pásma -1,11 procentního bodu.

Tab. 3. Vývoj inflace v letech 2002 – 2020, kvartální pozorování (vlastní zpracování viz Obr. 8)

Pohyb inflace	Počet pozorování	%	Odchylka (p. b.)
Nad pásmem	11	14,47 %	1,15
V pásmu	39	51,32 %	-
Pod pásmem	26	34,21 %	-1,11
Celkem	76	100 %	-

Na obrázku (Obr. 8) lze pozorovat zhruba dva větší výkyvy v období druhého kvartálu 2002 až čtvrtého kvartálu 2003 hluboko pod cílové pásmo a poté od čtvrtého kvartálu 2007 do třetího kvartálu 2008 naopak výrazně nad cílové pásmo. V prvním zmíněném období byla nejvyšší hodnota meziročního indexu CPI v červnu 2002 ve výši 1,20 % a nejnižší v březnu roku 2003 ve výši -0,40 %. Postupná stabilizace regulovaných cen na tržní úroveň vlivem jejich postupné deregulace během transformace ekonomiky a také posílení kurzu koruny měly vliv na vývoj inflace v tomto období, jelikož levnější dovoz působil proti růst domácích cen.

Naopak inflace ve druhém období dosáhla nejnižší v prosinci 2007 na hodnotu 5,40 % a nejvyšší v březnu 2008 na 7,10 %. Zvýšení cen vzhledem k vysokým cenám potravin a energetických surovin ve světě, které byly nedostatečně tlumeny posilováním kurzu koruny, který posiloval zejména díky nejistotě na světových trzích v důsledku globální finanční krize a to navzdory zvyšování sazeb ECB a také zápornému úrokovému diferenciálu. Výrazný vliv na vysokou inflaci mělo také zvýšení nepřímých daní (zvýšení snížené sazby DPH, začlenění ekologické daně a upravená spotřební daň z tabáku), které ovšem podle Hampla a Tomšíka (9. 1. 2008) odezní zhruba do roka. Odliv kapitálu v druhé polovině roku 2008 a následné oslabení koruny proti dolaru a euru včetně odeznění šoků z roku 2007 a další snížení sazeb ČNB zapříčinily návrat inflace do cílového pásma ve čtvrtém kvartálu roku 2008.

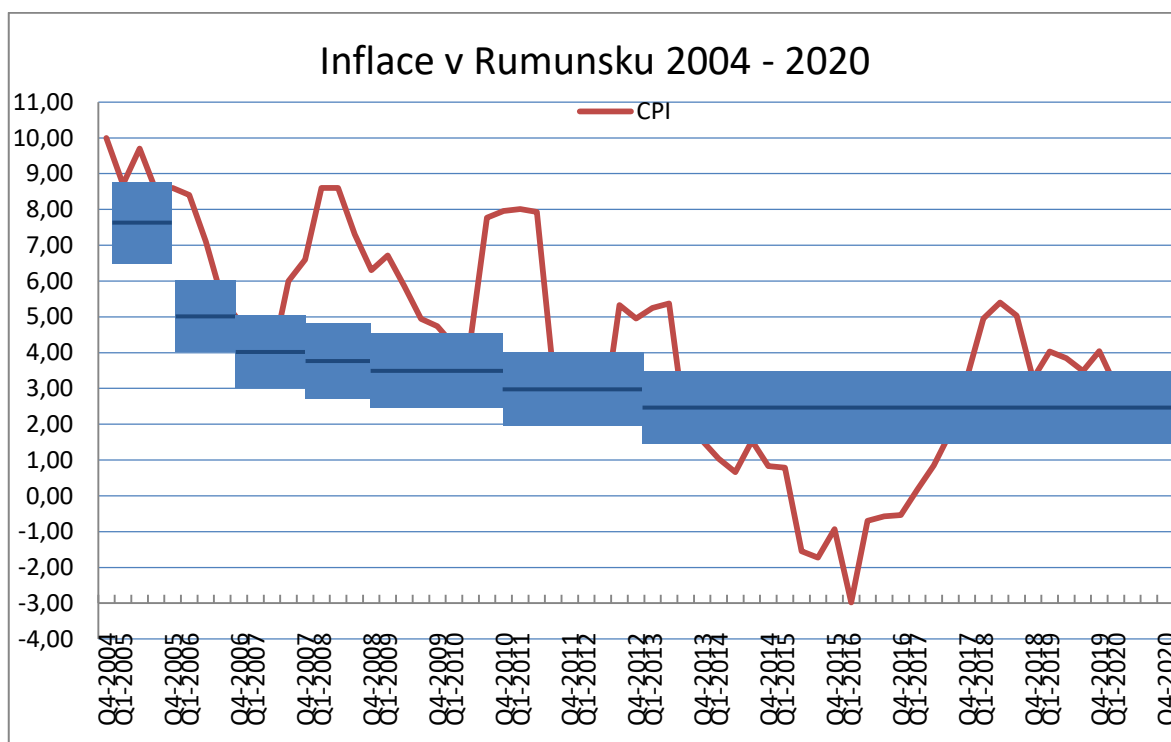
Vývoj inflace od roku 2009 se již zdál být stabilnější, i když byla inflace výrazně pod cílovým pásmem s nejnižší hodnotou 0 % na konci druhého čtvrtletí. Zde byly kromě odeznění změn nepřímých daní a poklesu regulovaných cen patrné také dopady globální finanční krize započaté v roce 2007 americkou hypoteční krizí, která přerostla ve světovou finanční krizi v roce 2008 (více viz kapitola 3.1). To znamenalo sníženou poptávku a pokles produktu. Proinflačně působily pohonné hmoty díky růstu cen ropy na světových trzích.

Inflace v období od 2010 - 2020 byla v rámci odchylek opravdu stabilnější a odchylky od pásma v tomto období již dosahovaly v maximu pouze výkyvů ve výši jednoho procentního bodu. V průměru byla kladná odchylka 0,28 procentního bodu a záporná odchylka -0,66 procentního bodu od tolerančního pásma. Zde stojí za zmínku zejména období od roku 2013 do roku 2017, kdy ČNB narazila na limit měnově-politického nástroje v podobě úrokových sazeb, které se na konci roku 2012 dostaly až na technickou nulu a přestaly tak plnit funkci nástroje měnové politiky. Od 6. listopadu 2013 začala používat devizový kurz jako nástroj pro oživení měnových podmínek, tak aby byl podpořen ekonomický růst ze

strachu v zabřednutí ekonomiky do deflace. Plánem ČNB bylo udržení devizového kurzu kolem hodnoty 27 CZK/EUR. Hrozba deflace byla odvrácena, ovšem inflace se od prvního kvartálu 2014 po čtvrtý kvartál držela pod cílovým pásmem zejména střídajícím se vlivem volatilních cen tj. pohonných hmot a cen potravin navzdory obnovenému ekonomickému růstu. Dne 6. Dubna 2017 rada ČNB odhlasovala zrušení kurzového závazku z roku 2013. Inflace se dále do konce sledovaného období pohybovala v pásmu, když na přelomu roku 2019 a 2020 nastalo mírné zvýšení, poté od jara 2020 zejména díky začátku pandemie COVID-19 ve světě.

5.2 Rumunsko

Vývoj inflace v Rumunsku je možno sledovat na obrázku (Obr. 9) od konce období roku 2004 až po konec roku 2020. Již na první pohled jsou vidět větší fluktuace od tolerančního pásma inflace, ovšem za zmínku stojí, že inflace v prosinci 2001 byla přes 40 % versus 4,9 % ve stejném měsíci roku 2006.



Obr. 9. Vývoj inflace v Rumunsku 2004 – 2020 (vlastní zpracování na základě zpráv o inflaci)

Dle tabulky (Tab. 4) lze vidět, že úspěšnost udržení inflace v cílovém pásmu byla ve sledovaném období pouze 34,38 %, což je pouze mírně na jednu třetinu v daném období. Naopak největší podíl ve výši 45,31 % za sledované období mělo přestřelování cíle

s průměrnou odchylkou 1,73 procentního bodu. Záporná průměrná odchylka dosahovala hodnot -1,86 procentního bodu a inflace se nacházela pod pásmem ve třinácti ze všech sledovaných kvartálů.

Tab. 4. Vývoj inflace v letech 2005 – 2020, kvartální pozorování (vlastní zpracování viz Obr. 9)

Pohyb inflace	Počet pozorování	%	Odchylka (p. b.)
Nad pásmem	29	45,31 %	1,73
V pásmu	22	34,38 %	-
Pod pásmem	13	20,31 %	-1,86
Celkem	64	100 %	-

V Rumunsku, jak je vidno dle obrázku (Obr. 9) začal od počátku sledovaného období roku 2005 trend desinflace, kdy byla inflace nižší o 3,4 procentního bodu oproti konci roku 2014. Ovšem prakticky se až do poloviny roku 2006 držela nad tolerančním pásmem inflace díky nabídkovým šokům ze strany regulovaných cen, který následně zpomalil začátkem roku 2006, růstu produktu a vysoké poptávce. Ekonomika čelila hrobě neudržitelného ekonomického růstu. Poté následovalo období, kdy se inflace držela v pásmu až do třetího kvartálu roku 2007 stále s ekonomikou operující nad potenciální produktem.

Od třetího čtvrtletí 2007 až po konec roku 2009 následovalo další období s inflací nad inflačním pásmem po pouhých čtyřech čtvrtletích v pásmu. Jednalo se o nabídkou taženou inflaci díky špatné sklizni, přispělo také oslabování měnového kurzu. Od roku 2008 přetrvávaly zmíněné vlivy. Exogenní nabídkové šoky začaly od třetího čtvrtletí odeznívat. Na vyšší inflaci na začátku 2009 roku působila oslabená měna vlivem zmíněného skepticismu ohledně zranitelnosti střeoevropských zemí v souvislosti s globální světovou krizí. Inflace začala klesat díky útlumu poptávky vzhledem k tehdejší panující nejistotě přetrvávající až do konce roku. Cíle poté nebylo dosaženo zejména díky zvýšení spotřební daně u tabákových výrobců.

Další roční období přestřelování cíle započalo ve třetím kvartálu roku 2010 a pokračovalo do druhého kvartálu roku 2011 s průměrem inflace 7,9 %. Zejména zvýšení daně z přidané

hodnoty z července roku 2010 a také zvýšením cen potravin, které dosáhly sedmiletého maxima a dalších položek s volatilními cenami za přispění poptávkových šoků.

Po roce v období třetího kvartálu 2012 až druhého kvartálu roku 2013 se opět inflace dostala nad horní pásmo s průměrnou hodnotou inflace 5,2 %. Na tento vývoj působily zejména ekonomické šoky způsobené poklesem produkce zemědělských potravin vzhledem k nepříznivé domácí i zahraniční sklizni a poté další úpravy regulovaných cen a spotřebních daní.

Od roku 2014 následuje poměrně dlouhé období s inflací pod spodním tolerančním pásmem s velmi výraznými propady až do záporných hodnot inflace, které setrvalo až do poloviny roku 2017. Rumunsko v tomto období zažilo rekordní hodnoty záporné inflace, konkrétně -2,98 % na konci prvního čtvrtletí roku 2006. Faktory ovlivňující propad inflace v roce 2014 byly záporná produkční mezera nebo také statistické vlivy vzhledem k vyšší porovnávací základně z minulého období. Dále od roku 2015 se jednalo o snížení cen energií, ale také výrobních materiálů, nízké importované inflace vlivem posilování kurzu, snížení sazeb DPH, které začalo odeznívat až na začátku roku 2017. Dále protiinflačně působilo také snížení ceny ropy na světových trzích. Zužování záporné produkční mezery od roku 2015, kdy se začala postupně dostávat do kladných hodnot a mírně pomáhala zvyšovat inflaci společně s exogenními nabídkovými šoky (ropa, potraviny), spolu se zhoršeným inflačním očekáváním zapříčinily opětovný nárůst inflace do tolerančního pásma ve druhé polovině roku 2017. Toto období je ještě podrobněji popsáno v 5. Kapitole.

Další výkyvy inflace nad toleranční pásmo od roku 2018 byly způsobeny zejména faktory statistického efektu vlivem změn v nepřímých daních a zrušením některých nedaňových poplatků z roku 2017. Mimo to stále přetrvávaly další proinflační vlivy z předchozího roku a přibylo také oslabování měnového kurzu a zvýšení spotřební daně u tabákových výrobků. Další faktory typu kladné produkční mezery, vznikající zvýšené náklady firem (růst mezd) a vysoké poptávky zasahovaly až do roku 2019, včetně posilování kurzu, spotřební dani u tabákových výrobků a zvýšené ceně zeleniny. Protichůdně působily faktory snižující inflaci do pásma ve třetím čtvrtletí jako zmírnění dynamiky růstu cen zeleniny v závislosti na plodné sklizni v EU. Opětovné zvýšení na konci roku 2019 nastalo díky statistickému efektu díky prudkého snížení cen pohonných hmot v posledních dvou měsících roku 2018 a stále aktuálním základním determinantům jako je zvyšování mezd a vysoká poptávka.

5.3 Sumarizace výsledků

Česká Republika měla náskok v cílování inflace oproti Rumunsku, když v době začátku cílování inflace NBR v roce 2005 započala ČNB osmý rok cílování inflace s jehož implementací mimo jiné pomáhala i samotná ČNB. Obě ekonomiky čelily po revoluci vysoké míře inflace, například 56,6 % v roce 1991 nebo v Rumunsku ve stejném roce 161,12 % s maximem v roce 1993 ve výši 256,11 %.

Z aktuálního porovnání je patrné, že Česká republika se držela v tolerančním pásmu inflace po delší dobu tj. zhruba v polovině sledovaného období 2002 – 2020, konkrétně v procentuálním vyjádření 51,32 % oproti 34,38 % v Rumunsku, což je cca jedna třetina sledovaného období. Naopak ve 29 z 64 případů se Rumunsko drželo nad pásmem, což je 45,31 % a Česká republika pouze v 11 ze 76 případů, což je 14,47 %. Tím pádem je patrné, že Česká republika se naopak více pohybovala pod tolerančním pásmem inflace s podílem na celém sledovaném období ve výši 34,21 % oproti 20,31 % v Rumunsku. Průměrná kladná odchylka od tolerančního pásma v procentních bodech byla 1,15 v České republice a 1,73 procentního bodu v Rumunsku. Naopak průměrná záporná odchylka byla -1,11 procentního bodu v České republice a -1,86 procentního bodu v Rumunsku.

Z výše uvedeného vyplývá, že cílování inflace bylo v uvedeném období 2002 – 2020 úspěšnější v České republice, kde se inflace častěji pohybovala v tolerančním pásmu inflace oproti Rumunsku. Dle obrázků (Obr. 8 a Obr. 9) je patrné, že pokud jde o pohyb mimo toleranční pásmo inflace, tak v České republice se jednalo zejména po pohyb pod cílovým pásmem a v Rumunsku nad cílovým pásmem. Inflace v Rumunsku tak průměrně dosahovala vyšších hodnot inflace s většími kladnými i zápornými odchylkami od tolerančního pásma, které bylo v průběhu celého sledovaného období posazeno výrazně výše než u České republiky a nakonec se přiblížilo na rozdíl jednoho procentního bodu od roku 2012.

Z pohledu na vývoj inflace lze spatřit dvě podobná období v obou ekonomikách a v období zejména světové ekonomické krize kolem roku 2008, kdy obě ekonomiky zaznamenaly vysokou inflaci v maximu nad hodnotou 8 %. Ovšem Rumunsko v hodnotách nad tolerančním pásmem inflace setrvalo mnohem déle (10 čtvrtletí) oproti České republice (4 čtvrtletí), která se rychleji stabilizovala a po výrazném poklesu k nulovým hodnotám navrátila do cílového pásma. Zde můžeme odvodit, že cílování inflace, nehledě na stupeň rozvinutosti ekonomiky je náchylnější k nabídkovým ekonomickým šokům, ovšem Česká republika, která se po postupné konvergenci ke standardu vyspělých ekonomik podle MMF

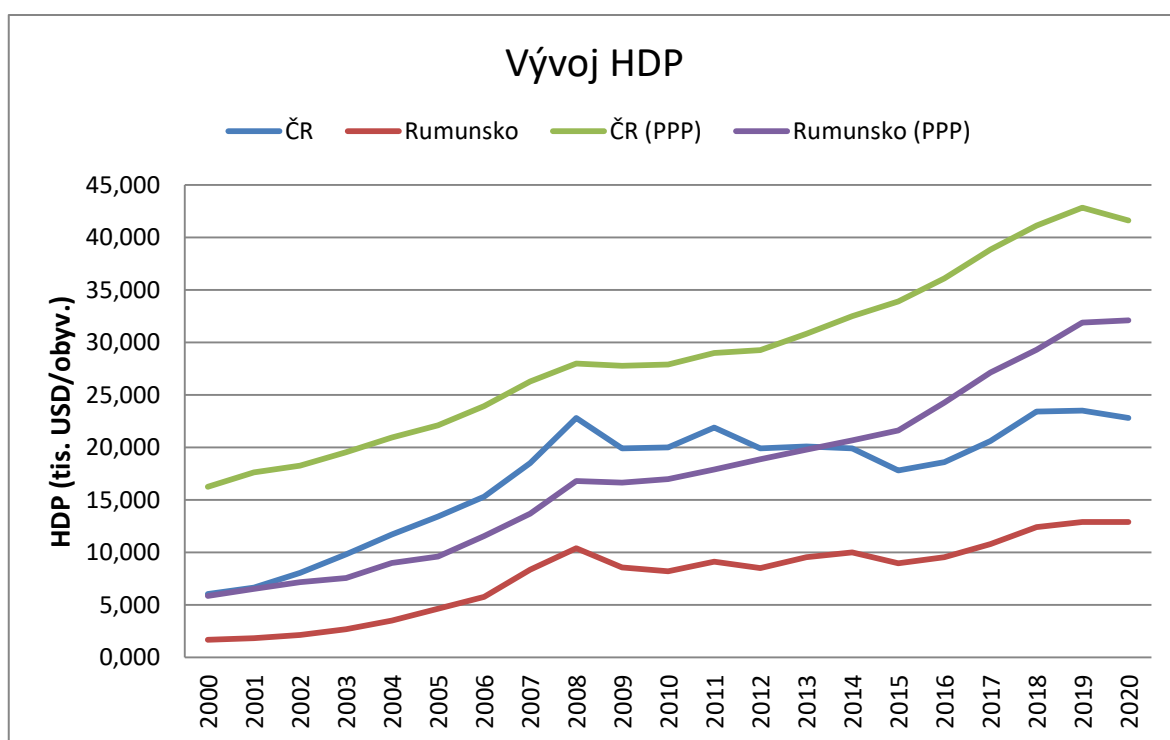
v roce 2009 opravdu k těmto zemím zařadila, byla schopná rychleji navrátit inflaci blíže k cílovému pásmu.

Druhé období bylo útlumem ekonomického růstu započatém po světové finanční krizi nazývaného také jako "Velká recese", které vyvrcholilo v období zhruba od roku 2014 ke konci roku 2016 v České republice a do poloviny roku 2017 v Rumunsku. Obě ekonomiky se nacházely pod tolerančním pásmem inflace. Česká republika využívala kurzového závazku k oslabení koruny poblíž hodnoty 27 CZK/EUR aby zabránila zabřednutí ekonomiky do deflace. Rumunsko užívá měnového kurzu jako nástroje běžně, vzhledem k vypracované měnové a kurzové politice k dosažení primárního cíle v podobě cenové stability (viz podkapitola 4.1.5.). V České republice se deflaci podařilo odvrátit s nejnižší hodnotou inflace v tomto období na hranici 0 %, ovšem v Rumunsku byla průměrně -0,6 %, kdy v období prvního čtvrtletí 2016 dosáhla maximální záporné hodnoty -2,98 %. Tento vývoj byl v Rumunsku způsoben zejména také díky statistickému efektu pozitivní základny způsobené zvýšení cen elektřiny v lednu 2013 a pozitivní vývoj v zemědělství s protichůdným působením kontrakcí záporné produkční mezery, která ale působila až do konce roku v kombinaci s poklesem cen ropy, zemědělských komodit a započítáním Ukrajinsko-Ruského konfliktu. Jediné období s těsným vzestupem do pásma inflace tj. třetí čtvrtletí roku 2014 bylo pouhým statistickým efektem snížením sazby DPH u pekařských výrobků v září 2013. Rok 2015 nastartoval cestu k poklesu do zmíněných značně záporných hodnot inflace a to díky sníženým cenám energií, výrobních materiálů a nízké importované inflaci díky posílení měny vůči euru. Následovalo rozšíření snížené sazby DPH na všechny potraviny, nápoje a stravovací služby což vyústilo v meziměsíční pokles cen potravin o 9,8 %, % a inflace v následujícím čtvrtletí dosáhla minima roku 2015 s hodnotou -1,73 %. Tento vliv pokračoval až do konce roku a nezvrátil ho ani vývoj cen ropy, nepříznivé počasí a zužování záporné produkční mezery, jehož vliv byl tlumen pozitivním inflačním očekáváním. Následuje zmíněné období roku 2016 s nejnižší naměřenou hodnotou -2,98 %, kdy opět přispělo další snížení DPH a to konkrétně snížení základní sazby o 4 %. Stále přetrvávala nízká cena importu. Od září nastal vzestup inflace díky odeznívání externích tlaků působících proti růstu cen v ekonomice. Předchozí efekty byly ke konci roku kompenzovány kladnou mezerou výstupu a nastala korekce inflačních očekávání. Tyto vlivy postupně navrátily inflaci do pásma od druhé poloviny roku 2017.

Česká republika tedy v souhrnu od roku 2010 včetně tohoto období zažívala stabilnější vývoj inflace s výrazně menšími odchylkami od tolerančního pásma. Ovšem pohled na

vývoj inflace dle grafu může být zavádějící, vzhledem k tomu, že vývoj v Rumunsku byl silně ovlivněn výraznými změnami nepřímých daní, které v kombinaci se zápornou produkční mezerou (recese v ekonomice) a dalšími exogenními faktory působily značně protinflačně.

Z hlediska vývoje HDP v České republice a Rumunsku viz obrázek (Obr. 10) a příloha (P IV) nelze konstatovat, že by byl režim cílování inflace nevhodný, vzhledem k bohatství komparovaných ekonomik vyjádřeném právě ukazatelem HDP/obyvatele, jak v základní hodnotě, tak přepočteným dle parity kupní síly (purchasing power parity). Naopak obě ekonomiky zaznamenaly výrazný růst od počátku zavedení tohoto režimu nezávisle na výši jejich bohatství, což bylo jistě dáno i jinými vlivy, zejména postupnou transformací ke standardům tržních ekonomik v postkomunistickém období. U rozvojových ekonomik snažících se přiblížit standardům vyspělých zemí jsou ovšem jisté fluktuace častější, protože proces dohánění a neumírněný růst vede k vyšší inflaci, která musí být ze strany centrální banky, která pečuje o cenovou stabilitu korigována. Rumunsko má například o jeden procentní bod širší toleranční pásmo inflace než Česká republika.



Obr. 10. Vývoj HDP v ČR a Rumunsku v letech 2000 – 2020 (vlastní zpracování z: Timelines Explorer - Data Commons, b.r.; GDP per capita, PPP (current international \$) - Czech Republic, Romania , c2022)

6 ZÁVĚR

Komparace cílování inflace ve vyspělé ekonomice České republiky a rozvojové ekonomice Rumunska nastínila, že cílování inflace se v globálním pohledu velmi neliší dle stupně rozvinutosti ekonomiky a je potřeba hledat různé odlišnosti, které nemusí být na první pohled úplně patrné. Výhodou porovnání České republiky a Rumunska bylo bezesporu to, že obě ekonomiky začaly cílovat inflaci jako rozvojové ekonomiky, které se po pádu komunistického režimu začaly postupně konvergovat od centralizovaných ekonomik ke standardům otevřených tržních ekonomik, kterými jsou v současnosti. Česká republika měla náskok osmi let, a bylo tedy možno vidět, jak jej využívá v porovnání s Rumunskem, které započalo s cílováním inflace v roce 2005. Druhé období, které bylo zásadní je období od roku 2009, kdy se Česká republika dle Mezinárodního měnového fondu stala vyspělou ekonomikou a začalo tak 11leté období které leccos napovědělo.

Kýženého výsledku bylo dosaženo rozbořem zpráv o inflaci a následnou sumarizací zjištěných údajů o vývoji inflace ve sledovaném období 1998 - 2020. Obě ekonomiky čelily před zavedením režimu cílování inflace poměrně vysokým hodnotám inflace a režim cílování jim zajisté pomohl, ovšem s jistými rozdíly. Nejprve je možné zmínit, že Česká ekonomika již měla od počátku náskok vzhledem k rozvinutosti ekonomik, protože není rozvojová ekonomika jako rozvojová ekonomika, což je možné pozorovat i na velikosti HDP v roce transformace české ekonomiky na vyspělou, tj. v roce 2009. HDP/obyv. bylo v tomto roce 19 900 USD v České republice a 8 550 USD v Rumunsku, což je zhruba 43 % HDP České republiky. V České republice byl tedy pokles inflace výrazný, v Rumunsku byl mírnější s patrnými výkyvy po celé sledované období, které bylo vzhledem k finálnímu porovnání zvoleno od roku 2002, kdy Česká republika začala cílovat celkovou inflaci a do té doby měla pouze čtyři intervalové cíle. Tyto splnila pouze v jednom ze čtyř období, konkrétně na konci roku 2001.

Výsledek komparace je takový, že Česká republika se držela v tolerančním pásmu inflace v 51,32 % případů a Rumunsko ve 34,38 % případů ze sledovaného období 2002 - 2020. Naopak Rumunsko bylo největším podílem s 45,31 % nad tolerančním pásmem inflace a ve 20,31 % případů pod tolerančním pásmem, což bylo prakticky ve všech 13 kvartálních pozorováních situováno do období "Velké recese" způsobené světovou finanční krizí od roku 2008. Naopak Česká republika se nad tolerančním pásmem pohybovala pouze ve 14,47 % případů a pod tolerančním pásmem ve 34,21 % sledovaného období. Inflace

v České republice byla také po celé období výrazně nižší s podobnými hodnotami inflace až nad 8 % v období kolem roku 2008, tedy světové finanční krize, ovšem Česká republika zde setrvala po čtyři čtvrtletí a ekonomice Rumunska se do tolerančního pásma podařilo navrátit po 10 čtvrtletích a to jenom na krátko dobu. Dalším porovnatelným obdobím bylo zmíněné období "Velké recese", kdy obě ekonomiky operovaly pod spodním tolerančním pásmem inflace (2014 – 2016/2017), ovšem Česká republika za pomoci kurzového závazku od roku 2013 do roku 2017 nepropadla do deflace s minimální inflací ve výši 0 %, přičemž Rumunsko dosáhlo velmi nízkých hodnot inflace v průměru -0,6 % za období od roku 2014 do poloviny roku 2017, s minimem -2,98 % v prvním čtvrtletí roku 2016. Zde je nutno zmínit, že v Rumunsku se jednalo mimo ekonomickou recesi také o sled více událostí jako snížení sazeb DPH a dalších protiinflačních exogenních vlivů typu snížení cen ropy na světových trzích, nebo zápornou produkční mezerou. Celkově byla tedy inflace v období 2002 - 2020 stabilnější a v průměru nižší v České republice s průměrnou kladnou odchylkou 1,15 procentního bodu a zápornou odchylkou -1,11 procentního bodu od tolerančního pásma v porovnání s Rumunskem, kde byla kladná odchylka 1,73 a záporná -1,86 procentních bodů.

Závěrem lze vyzdvihnout zejména to, že v rozvojové ekonomice typu Rumunska je složitější navrátit inflaci do požadovaného pásma a je tedy náchylnější k nabídkovým ekonomickým šokům, nebo spíše zotavování se po nich, což bylo patrné v období od počátku světové ekonomické krize v roce 2008 a v dalších sledovaných obdobích. Období velkého propadu inflace bylo mimo recesi v ekonomice způsobeno také vlivem nepřímých daní, kde je vidět, že Rumunská ekonomika pravděpodobně stále hledá to pomyslné optimum na cestě k vyspělým ekonomikám a stále provádí nějaké korekce.

Společnými faktory u obou ekonomik jsou zmíněné nabídkové šoky, které, jak je známo cílování inflace neumí úplně eliminovat, zaprvé jsou nenadálé a za druhé by centrální banky snahou o jejich korekci mohly způsobit ještě větší škody, protože ty většinou odezní dříve, než by začalo působit přenastavení úrokových sazeb, jehož transmise do ekonomiky trvá zhruba 6 – 8 čtvrtletí.

Z hlediska vhodnosti je režim cílování inflace jistě vhodný pro obě ekonomiky, kdy se musí brát v potaz i období vysoké inflace před zavedením tohoto režimu. U Rumunska lze chápat také jistý proces dohánění, kdy je kýžený ekonomický růst často vykoupen vyšší inflací, tomu by mohlo odpovídat i vyšší nastavení inflačního cíle v průběhu celého období s konečným rozdílem 0,5 procentního bodu od roku 2012. Porovnání bohatství komparo-

vaných ekonomik (HDP/obyv.) nebylo zjištěno, že by mělo cílování inflace neblahý vliv na produkt, naopak v obou ekonomikách byl zaznamenán ekonomický růst po zavedení režimu cílování inflace.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY A ELEKTRONICKÝCH ZDROJŮ

- Czech National Bank, c2013. Oxana Babecká Kucharčuková, Michal Franta, Dana Hájková, Petr Král, Ivana Kubicová, Anca Podpiera, Branislav Saxa. *What We Know About Monetary Policy Transmission in the Czech Republic: Collection of Empirical Results*. ČNB. Research and Policy Notes 1/2013 (online). [cit. 2022-2-28]. ISSN 1803-7097. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/.galleries/research_publications/irpn/download/rpn_1_2013.pdf
- ČERNOHORSKÝ, Jan, 2020. *Finance: od teorie k realitě*. Praha: Grada Publishing [cit. 2021-6-8]. Finance (Grada). ISBN 978-80-271-1809-0 (elektronická verze). Dostupné z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/finance-od-teorie-k-realite-536363/>
- International Monetary Fund, 2020. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2019*. Washington, DC: IMF. ISBN 978-1-51354-878-4 (elektronická verze). Dostupné z: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2020/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2019-47102>
- JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada. Finanční trhy a instituce [cit. 2021-5-22]. ISBN 978-80-247-8822-7 (elektronická verze). Dostupné z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/finance-v-globalni-ekonomice-ii-menova-a-kurzova-politika-512679/#>
- NIEDŹWIEDZIŃSKA, Joanna, 2018. *Inflation Targeting: Institutional features of the strategy in practice*. NBP Working Paper, No. 299 (online). [cit. 2022-2-26]. ISSN 2084-624X. Dostupné z: https://www.nbp.pl/publikacje/materialy_i_studia/299_en.pdf
- MEJSTRŮK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ, 2014. *Bankovníctví v teorii a praxi: Banking in theory and practice*. Praha: Karolinum [cit. 2021-5-31]. ISBN 978-80-246-3002-1 (elektronická verze). Dostupné z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/bankovnictvi-v-teorii-a-praxi-banking-in-theory-and-practice-537673/>

- MISHKIN, Frederic S, 2011. *Monetary policy strategy: Lessons from the Crisis*. NBER Working Paper, No. 16755 (online). [cit. 2021-6-17]. Cambridge, MA: NBER. DOI 10.3386/w16755. Dostupné z: <https://www.nber.org/papers/w16755>
- Niculina, A.A. and Catalina, M.C., 2009. *Inflation Targeting-Fundamental Objective of the Monetary Policy of Romanian National Bank (BNR)*. (online). European Research Studies, 12(4). [cit. 2022-3-6]. Dostupné z: https://www.ersj.eu/dmdocuments/09_4_p6.pdf
- REJNUŠ, Oldřich, 2014. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada. Partners [cit. 2021-5-24]. ISBN 978-80-247-9407-5 (elektronická verze). Dostupné z: <https://www.bookport.cz/e-kniha/financni-trhy-533897/>.
- REVENDA, Zbyněk, 2011. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-230-7
- REVENDA, Zbyněk, 2015. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-279-6.
- SOUKUP, Jindřich, 2010. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-219-2.
- SVENSSON, Lars E. O, 2010. *Inflation Targeting*. NBER Working Paper, No. 16654 (online). [cit. 2022-2-4]. Cambridge, MA: NBER. DOI 10.3386/w16654. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w16654/w16654.pdf
- WARJIYO, Perry a Solikin M. JUHRO, 2019. *Central bank policy: theory and practice*. Bingley, U.K.: Emerald Publishing Limited [cit. 2022-1-26]. ISBN 9781789737516 (elektronická verze). Dostupné z: <https://proxy.k.utb.cz/login?url=https://www.emerald.com/insight/publication/doi/10.1108/9781789737516>
- WOODFORD, Michael, 2012. *Inflation Targeting and Financial Stability*. NBER Working Paper, No. 17967 (online). [cit. 2022-2-16]. Cambridge, MA: NBER. DOI 10.3386/w17967. Dostupné z: https://www.nber.org/system/files/working_papers/w17967/w17967.pdf

SEZNAM POUŽITÝCH INTERNETOVÝCH ZDROJŮ

- Agreement on the Inflation-Control Target, b. r. *Bank of Canada* [online]. [cit. 2021-7-11]. Dostupné z: <https://www.bankofcanada.ca/core-functions/monetary-policy/agreement-inflation-control-target/>
- Benefits of price stability, c2021. *European Central Bank* [online]. [cit. 2021-6-3]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/benefits/html/index.en.html>
- Brief history of the NBR, b. r. *Banca Națională a Românie* [online]. [cit. 2022-3-9]. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/Brief-History-of-the-NBR-2730.aspx>
- Cílování inflace, c2003-2018. *Historie ČNB* [online]. [cit. 2022-3-3] Dostupné z: https://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/
- Cílování inflace v ČR, c2021. *ČNB* [online]. [cit. 2021-7-28]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>
- Česká národní banka, c2003-2018. *Historie ČNB* [online]. [cit. 2022-3-6] Dostupné z: https://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_instituce/ceska_narodni_bank/index.html
- Developed Countries List, c2021. In: *World Population Review* [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://worldpopulationreview.com/country-rankings/developed-countries>
- Direct inflation targeting, b. r. *Banca Națională a Românie* [online]. [cit. 2022-3-9]. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/Direct-Inflation-Targeting-3646.aspx>
- Dopad změn sazeb, c2022. *ČNB* [online]. [cit. 2022-3-6]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/05-dopad-zmen-sazeb-cnb-do-ekonomiky/>
- Exchange rate regime of the leu, b. r. *Banca Națională a Românie* [online]. [cit. 2022-3-9]. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/Exchange-rate-regime-of-the-leu--3648.aspx>
- GDP per capita, PPP (current international \$) - Czech Republic, Romania , c2022. *World Bank Open Data* [online]. [cit. 2022-4-21]. Dostupné z: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.PP.CD?locations=CZ-RO>

- Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) — Overview, [2021]. *Eurostat* [online]. [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/overview>
- Historie inflačních cílů ČNB, c2022. *ČNB* [online]. [cit. 2022-3-7]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/inflacni-cil/historie-inflacnich-cilu-cnb/index.html>
- Inflace, míra inflace - Metodika, c2021. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2021-6-26]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace
- Inflace – druhy, definice, tabulky, c2022. *Český statistický úřad* [online]. [cit. 2022-4-17]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- Inflation targets, b. r. Banca Națională a Românie [online]. [cit. 2022-3-7]. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/Inflation-Targets-3241-Mobile.aspx>
- Investopedia staff, 2021a. Top 25 Developed and Developing Countries. In: *Investopedia* [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/updates/top-developing-countries/>
- Investopedia staff, 2021b. Quantitative Easing (QE). In: *Investopedia* [online]. [cit. 2021-6-5]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/terms/q/quantitative-easing.asp>
- Jaké jsou režimy měnové politiky?, c2021. *ČNB* [online]. c2021 [cit. 2021-7-5]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jake-jsou-rezimy-menove-politiky/>
- Latest Human Development Index Ranking, 2020. *Human Development Reports* [online]. [cit. 2021-5-30]. Dostupné z: <http://hdr.undp.org/en/content/latest-human-development-index-ranking>
- Manoj Singh, 2021. The 2007 – 2008 Financial Crisis in Review. In: *Investopedia* [online]. [cit. 2022-2-20]. Dostupné z: <https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-crisis-review.asp>
- Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí, c2003-2018. Historie *ČNB* [online]. [cit. 2022-3-3]. Dostupné z: https://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestech_ke_standardu_vyspelych_zemi/

- Měnověpolitické nástroje, c2021. ČNB [online]. [cit. 2021-6-7]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>
- Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, 9. 1. 2008. Cenový výkyv je pouze dočasný. In: *HN.cz - archiv* [online]. [cit. 2022-4-25]. Dostupné z: <https://archiv.hn.cz/c1-22734620-cenovy-vykyv-je-pouze-docasny>
- MOLNÁR, Vojtěch, 2021. Povinné minimální rezervy. In: ČNB [online]. [cit. 2021-6-8]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Povinne-minimalni-rezervy/
- Monetary policy, b. r. *Banca Națională a Românie* [online]. [cit. 2022-3-9]. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/Monetary-Policy-1864.aspx>
- Monetary Policy, c2021. *European Central Bank* [online]. [cit. 2021-6-1]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
- O ČNB, c2022. ČNB [online]. [cit. 2022-3-7]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/
- Timelines Explorer - Data Commons, b.r. Home - *Data Commons* [online]. [cit. 2022-4-20]. Dostupné z: https://datacommons.org/tools/timeline#place=country%2FCZE%2Ccountry%2FROU&statsVar=Amount_EconomicActivity_GrossDomesticProduction_Nominal_PerCapita&chart=%7B%22amount%22%3A%7B%22delta%22%3Afalse%2C%22pc%22%3Afalse%7D%7D
- Úloha měnové politiky, c2021. ČNB [online]. [cit. 2021-6-3]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menovapolitika/uloha/#:~:text=Cenov%C3%A1%20stabilita,cen%2C%20n%C3%BDbr%C5%BE%20jejich%20m%C3%ADrn%C3%BD%20r%C5%AFst.>
- World Bank Country and Lending Groups, c2021. In: *THE WORLD BANK* [online]. [cit. 2021-5-29]. Dostupné z: <https://datahelpdesk.worldbank.org/knowledgebase/articles/906519>
- [What economic goals does the Federal Reserve...], 2020. In: *BOARD OF GOVERNORS of the FEDERAL RESERVE SYSTEM* [online]. [cit. 2021-6-3]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-look-to-achieve-through-monetary-po->

licy.htm#:~:text=When%20prices%20are%20stable%2C%20long,the%20Fed's%20%E2%80%9Cdual%20mandate.%E2%80%9D

ZPRÁVY O INFLACI

Inflation reports – August 2005 – March 2021. *BNR* [online]. [cit. 2022-4-3]. Dostupné z: <https://www.bnr.ro/PublicationDocuments.aspx?icid=6876>

Zprávy o inflaci – duben 1998 – říjen 2007. *ČNB* [online]. [cit. 2022-3-13]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/>

Zprávy o inflaci – I/2008 – IV/2020. *ČNB* [online]. [cit. 2022-3-27]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/>

Zpráva o měnové politice – zima 2021. *ČNB* [online]. [cit. 2022-4-16]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-menove-politice/Zprava-o-menove-politice-zima-2021/>

Zdroje použitých vzorců

Revenda (2015, s. 298) – (1)

Revenda (2015, s. 298) – (2)

Soukup (2010, s. 32) – (3)

Soukup (2010, s. 31) – (4)

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

CPI	Consumer price index – index spotřebitelských cen
DPH	Daň z přidané hodnoty
ČNB	Česká národní banka
ECB	European Central Bank – Evropská centrální banka
EET	Elektronická evidence tržeb
FED	Federal Reserve System – Federální rezervní systém
GNI	Gross National Income – Hrubý národní produkt
HDI	Human Development Index – Index lidského rozvoje
HDP	Hrubý domácí produkt
HICP	Harmonised Index of Consumer Prices – Harmonizovaný index spotřebitelských cen
MMF	Mezinárodní měnový fond
NBR	National Bank of Romania – Rumunská národní banka
PHM	Pohonné hmoty
PPI	Producer Price Index – Index cen výrobců
PPP	Purchasing Power Parity – Parita kupní síly

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1. Cíle měnové politiky (Revenda, 2011, s. 32)	13
Obr. 2. Měnová politika centrální banky (Jílek, 2013, s. 17)	14
Obr. 3. Transmisní mechanismu centrální banky (Černohorský, 2020, s. 78)	14
Obr. 4. Znázornění posunu nabídkových křivek (Černohorský, 2020, s. 169).....	25
Obr. 5. Poptávková inflace (Černohorský, 2020, s. 171).....	26
Obr. 6. Inflační cíle ČNB od roku 1998 (Historie inflačních cílů ČNB, c2022).....	44
Obr. 7. Členění a návaznosti CPI (Zpráva o inflaci – duben 1998, s. 8)	46
Obr. 8. Vývoj inflace v ČR 1997 - 2020 (vlastní zpracování z: Inflace – druhy, definice, tabulky, c2022)	70
Obr. 9. Vývoj inflace v Rumunsku 2004 – 2020 (vlastní zpracování na základě zpráv o inflaci)	72
Obr. 10. Vývoj HDP v ČR a Rumunsku v letech 2000 – 2020 (vlastní zpracování z: Timelines Explorer - Data Commons, b.r.; GDP per capita, PPP (current international \$) - Czech Republic, Romania , c2022)	72

SEZNAM TABULEK

Tab. 1. Užití režimů měnové politiky ve světě (International Monetary Fund, 2020)	31
Tab. 2. Hodnocení zemí dle HDI, report lidského rozvoje 2020 (Latest Human Development Index Ranking, 2020)	39
Tab. 3. Vývoj inflace v letech 2002 – 2020, kvartální pozorování (vlastní zpracování viz Obr. 8).....	70
Tab. 4. Vývoj inflace v letech 2005 – 2020, kvartální pozorování (vlastní zpracování viz Obr. 9).....	73

SEZNAM PŘÍLOH

- PŘÍLOHA P I: POLOŽKY VYLUČOVANÉ Z CPI PRO VÝPOČET “ČISTÉ INFLACE“
- PŘÍLOHA P II: INFLACE V ČR V LETECH 1997 – 2020
- PŘÍLOHA P III: INFLACE V RUMUNSKU V LETECH 2004 – 2020
- PŘÍLOHA P IV: VÝVOJ HDP V ČR A RUMUNSKU V LETECH 2000 -2020

PŘÍLOHA P I: POLOŽKY VYLUČOVANÉ Z CPI PRO VÝPOČET “ČISTÉ INFLACE“

Zdroj: Zpráva o inflaci – duben 1998

	Stálá váha v %
A. Položky s maximálními cenami	
a) stanovené MF ČR	
čisté nájemné v nájemních bytech	1,6531
elektřina	2,5249
plyn	0,9589
léky a výkony ve zdravotnictví	0,6734
osobní železniční doprava	0,2081
výkony spojů - telefon	0,7605
b) stanovené místními orgány	
městská hromadná doprava	0,7716
služby parkovišť	0,0171
taxislužba	0,0295
B. Položky s věcně usměrňovanými cenami	
vodné a stočné	0,9867
tepelná energie pro domácnost	3,0174
autobusová doprava	0,6899
pošta	0,1163
telegram	0,0121
plyn propan-butan	0,1464
odvoz komunálního odpadu	0,2744
služby spojené s bydlením v nájemních bytech	0,2495
služby spojené s bydlením v družstevních bytech	0,1131
doplňkové vzdělávací služby (žákovské jízdné)	0,1785
C. Poplatky	
nemocenské pojištění	3,4783
zákonné pojištění motorových vozidel	0,4099
zápis držitele dvoustopého motorového vozidla	0,0196
poplatky za rozhlas a televizi	0,8155
ověření pravosti podpisu	0,0629
poplatek při podání žádosti o rozvod	0,0154
poplatek ze psa	0,0247
poštovní poukázka C	0,0354
vydání stavebního povolení	0,0808
	18,3239
Přepočtená váha regulovaných cen k 31.12.1997 v % 1)	22,7818

1) Dle metodiky ČSÚ vychází z rozdílné dynamiky jednotlivých položek v průběhu období

PŘÍLOHA P II: INFLACE V ČR V LETECH 1997 – 2020

Zdroj: Inlace – druhy, definice, tabulky, c2022

Rok	Q1	Q2	Q3	Q4
1997	6,80	6,80	10,30	10,00
1998	13,40	12,00	8,80	6,80
1999	2,50	2,20	1,20	2,50
2000	3,80	4,10	4,10	4,00
2001	4,10	5,50	4,70	4,10
2002	3,80	1,20	0,80	0,60
2003	-0,40	0,30	0,00	1,00
2004	2,50	2,90	3,00	2,80
2005	1,50	1,80	2,20	2,20
2006	2,80	2,80	2,70	1,70
2007	1,90	2,50	2,80	5,40
2008	7,10	6,70	6,60	3,60
2009	2,30	1,20	0,00	1,00
2010	0,70	1,20	2,00	2,30
2011	1,70	1,80	1,80	2,40
2012	3,80	3,50	3,40	2,40
2013	1,70	1,60	1,00	1,40
2014	0,20	0,00	0,70	0,10
2015	0,20	0,80	0,40	0,10
2016	0,30	0,10	0,50	2,00
2017	2,60	2,30	2,70	2,40
2018	1,70	2,60	2,30	2,00
2019	3,00	2,70	2,70	3,20
2020	3,40	3,30	3,20	2,30

PŘÍLOHA P III: INFLACE V RUMUNSKU V LETECH 2004 – 2020

Zdroj: Zprávy o inflaci NBR 2005 – 2020

Rok	Q1	Q2	Q3	Q4
2004	-	12,30	11,90	10,00
2005	8,70	9,70	8,50	8,60
2006	8,40	7,10	5,50	4,90
2007	3,70	3,80	6,00	6,60
2008	8,60	8,60	7,30	6,30
2009	6,71	5,86	4,94	4,74
2010	4,20	4,38	7,77	7,96
2011	8,01	7,93	3,45	3,14
2012	2,40	2,04	5,33	4,95
2013	5,25	5,37	1,88	1,55
2014	1,04	0,66	1,54	0,83
2015	0,79	-1,55	-1,73	-0,93
2016	-2,98	-0,70	-0,57	-0,54
2017	0,18	0,85	1,77	3,32
2018	4,95	5,40	5,03	3,27
2019	4,03	3,84	3,49	4,04
2020	3,05	2,58	2,45	2,06

PŘÍLOHA P IV: VÝVOJ HDP V ČR A RUMUNSKU V LETECH 2000 – 2020

Zdroj: Timelines Explorer - Data Commons, b.r.; GDP per capita, PPP
(current international \$) - Czech Republic, Romania , c2022

HDP (tis. USD/ obyv.)				
ČR			Rumunsko	
HDP (PPP)	HDP	Rok	HDP	HDP (PPP)
16,235	6,030	2000	1,660	5,848
17,621	6,640	2001	1,830	6,518
18,252	8,060	2002	2,120	7,162
19,538	9,820	2003	2,680	7,560
20,932	11,700	2004	3,490	8,990
22,095	13,400	2005	4,620	9,602
23,924	15,300	2006	5,760	11,556
26,282	18,500	2007	8,360	13,700
27,974	22,800	2008	10,400	16,782
27,761	19,900	2009	8,550	16,632
27,882	20,000	2010	8,210	16,976
29,001	21,900	2011	9,100	17,896
29,255	19,900	2012	8,510	18,869
30,818	20,100	2013	9,550	19,782
32,502	19,900	2014	10,000	20,658
33,899	17,800	2015	8,970	21,606
36,098	18,600	2016	9,550	24,271
38,825	20,600	2017	10,800	27,142
41,135	23,400	2018	12,400	29,309
42,847	23,500	2019	12,900	31,901
41,604	22,800	2020	12,900	32,116