

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

**Komparace přístupu České národní banky a Evropské
centrální banky na aktuální výzvy**

Bc. Dan Horník

© 2023 ČZU v Praze

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Dan Horník

Ekonomika a management

Název práce

Komparace přístupu České národní banky a Evropské centrální banky na aktuální výzvy

Název anglicky

Comparison of the approach of the Czech National Bank and the European Central Bank to current challenges

Cíle práce

Hlavním cílem diplomové práce je zhodnocení činností monetární politiky České národní banky (ČNB) a Evropské centrální banky (ECB) v letech 2008 – 2021. Dílčím cílem práce je zpracování literární rešerše funkcí, cílů a přímých a nepřímých nástrojů monetární politiky centrálních bank. Dalším dílčím cílem této práce je identifikace důsledků měnové politiky ČNB na českou ekonomiku a ECB na ekonomiku slovenskou. Posledním dílčím cílem je identifikace kroků centrálních bank týkajících se aktuálních inflačních, politických a pandemických výzev.

Metodika

Diplomová práce bude dle stanoveného hlavního cíle práce rozdělena na dvě části; část teoretickou a část praktickou. První část bude zpracována na základě studia odborné literatury zaměřené na činnost České národní banky a Evropské centrální banky, která bude v druhé, praktické části použita při komparaci přístupů jednotlivých centrálních bank. V praktické části budou rovněž použita statistická data zveřejněná Českou národní bankou, Českým statistickým úřadem, Evropskou centrální bankou a Eurostatem. Pro dosažení výsledků budou využity metody vědeckého zkoumání, především metoda komparace a analýzy. Bude pozorován vývoj makroekonomických ukazatelů ve sledovaných zemích. Závěr práce bude věnován porovnáním přístupu jednotlivých centrálních bank a jejich důsledků.

Doporučený rozsah práce

60 – 80

Klíčová slova

centrální banka, Česká národní banka, Evropská centrální banka, monetární politika, inflace, úrokové sazby

Doporučené zdroje informací

BACHANOVÁ, Veronika. *Fiskální politika v prostředí Evropské hospodářské a měnové unie*. V Praze: C.H. Beck, 2014. ISBN 978-80-7400-526-8.

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

KUBÁTOVÁ, Květa. *Fiskální a měnová politika a jejich vliv na mezinárodní podnikání a konkurenceschopnost v zemích EU*. Plzeň: Aleš Čeněk, 2013. ISBN 978-80-7380-493-0.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

WALSH, Carl E. *Monetary theory and policy*. Cambridge: MIT Press, 2010. ISBN 978-0-262-01377-2.

Předběžný termín obhajoby

2022/23 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. David Křížek, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 29. 8. 2022

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 2. 11. 2022

doc. Ing. Tomáš Šubrt, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 30. 11. 2023

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Komparace přístupu České národní banky a Evropské centrální banky na aktuální výzvy" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 30. 11. 2023

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Davidu Křížkovi, Ph.D., za odborné vedení, náměty a cenné komentáře při zpracování této diplomové práce.

Komparace přístupu České národní banky a Evropské centrální banky na aktuální výzvy

Abstrakt

Diplomová práce se věnuje komparaci přístupu České národní banky a Evropské centrální banky v letech 2008–2022. V teoretické části práce jsou přiblíženy pojmy centrální bankovníctví, peníze, hospodářská politika, monetární politika a v neposlední řadě zasvěcuje do České národní banky a Evropské centrální banky. Získané teoretické poznatky jsou následně, v praktické části, využity při hodnocení vývoje základních úrokových sazeb České národní banky a Evropské centrální banky, makroekonomických ukazatelů v České republice a eurozóny ve vymezeném období. Zvláštní pozornost je věnována reakcím obou centrálních bank na krize, včetně analýzy jejich dopadů na ekonomické procesy v příslušných regionech. Za účelem udržení cenové stability byly reakce sledovaných centrálních bank na přítomné krize relativně totožné přestože, ekonomické prostředí jednotlivých zemí disponuje odlišností. I přesto byly nalezeny odchylnosti ve stanovení úrokových sazeb, které jsou popsány v závěru práce.

Klíčová slova: centrální bankovníctví, Česká národní banka, Evropská centrální banka, inflace, krize, měnový kurz, monetární politika, nástroje monetární politiky, nezaměstnanost, peníze, úroková sazba

Comparison of the approach of the Czech National Bank and the European Central Bank to current challenges

Abstract

The diploma thesis is devoted to the comparison of the approach of the Czech National Bank and the European Central Bank in the years 2008–2022. In the theoretical part of the work, the concepts of central banking, money, economic policy, monetary policy are introduced and, last but not least, it introduces the Czech National Bank and the European Central Bank. The acquired theoretical knowledge is subsequently, in the practical part, used in the evaluation of the development of the basic interest rates of the Czech National Bank and the European Central Bank, macroeconomic indicators in the Czech Republic and the eurozone in a defined period. Special attention is paid to the reactions of both central banks to crises, including an analysis of their impact on economic processes in the respective regions. In order to maintain price stability, the responses of the central banks under review to the present crises were relatively identical, although the economic environment of each country has differences. Even so, deviations in the determination of interest rates were found, which are described in the conclusion of the paper.

Keywords: central banking, Czech National Bank, European Central Bank, inflation, crisis, exchange rate, monetary policy, monetary policy instruments, unemployment, money, interest rate

Obsah

1 Úvod.....	10
2 Cíl práce a metodika	11
2.1 Cíl práce	11
2.2 Metodika	11
3 Teoretická východiska	12
3.1 Centrální bankovníctví	12
3.1.1 Funkce centrální banky	12
3.1.2 Bankovní systém.....	15
3.2 Peníze	17
3.2.1 Měnové agregáty.....	18
3.2.2 Poptávka po penězích	19
3.2.3 Nabídka peněz.....	19
3.3 Hospodářská politika.....	21
3.3.1 Cíle hospodářské politiky	22
3.3.2 Základní typy hospodářské politiky.....	23
3.4 Monetární politika.....	24
3.4.1 Definice monetární politiky	24
3.4.2 Cíle monetární politiky	24
3.4.3 Nástroje monetární politiky	26
3.5 Česká národní banka	30
3.6 Evropská centrální banka	34
4 Vlastní práce	37
4.1 Vývoj inflace.....	38
4.1.1 Cílování inflace České národní banky	38
4.1.2 Vývoj inflace v České republice.....	41
4.1.3 Vývoj inflace v eurozóně.....	43
4.2 Vývoj nezaměstnanosti	47
4.3 Vývoj úrokových sazeb.....	51
4.3.1 Vývoj úrokových sazeb ČNB	51
Úrokové sazby ČNB v období 2008–2012.....	52
Úrokové sazby ČNB v období 2013–2017.....	53
Úrokové sazby ČNB v období 2018–2022.....	56
4.3.2 Vývoj úrokových sazeb ECB.....	62
Úrokové sazby ECB v období 2008–2012	63

Úrokové sazby ECB v období 2013–2017	66
Úrokové sazby ECB v období 2018–2022	69
4.4 Komunikace s veřejností	74
5 Závěr	77
6 Citovaná literatura.....	80
Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk.....	86
6.1 Seznam obrázků	86
6.2 Seznam tabulek	86
6.3 Seznam grafů.....	86
6.4 Seznam použitých zkratk.....	87

1 Úvod

Monetární politika a centrální banky, které mají za úkol formovat a implementovat měnovou politiku v souladu s cíli ekonomické stability a růstu, jsou v dnešní době klíčovými prvky v hospodářských politikách vyspělých tržních ekonomik. Tyto instituce jsou obvykle pověřeny regulací peněžní zásoby, nastavováním úrokových sazeb a dohlížením na finanční systém. Centrální banky ve vyspělých tržních ekonomikách jsou zpravidla nezávislé na politickém vlivu a mají za úkol udržovat cenovou stabilitu, podporovat plnou zaměstnanost a zajistit stabilitu finančního systému. Jejich rozhodnutí o úrokových sazbách a měnové politice mají vliv na úrokové míry, inflaci a celkovou ekonomickou aktivitu. Ekonomická stabilita, respektive její růst je často narušován vnějšími faktory a centrální banky jsou na ně nuceny reagovat.

V průběhu nedávné minulosti byla stabilita vyspělých ekonomik narušena vnějšími faktory, které vyvolaly potřebu rychlé a efektivní reakce centrálních bank. Jednou z největších finančních krizí byla krize v roce 2007 ve Spojených státech amerických, která vypukla jako hypoteční krize, jež následně ovlivnila ekonomiky mnoha zemí po celém světě, včetně několika zemí v Evropské Unii. Nedávná globální pandemie COVID-19, která se objevila v Číně v roce 2020, ještě více zdůraznila citlivost globální ekonomiky. Dopad těchto krizí byl na jednotlivé státy rozsáhlý a ovlivnil širokou škálu ekonomických indikátorů a odvětví, vedoucí k recesi. Mnoho zemí zaznamenalo hospodářskou recesi, která vedla zejména ke ztrátám pracovních míst, velké volatilitě na finančních trzích, omezení mezinárodního obchodu a poklesu celkové ekonomické aktivity.

Odborné poznatky nabyté v teoretické části budou posléze využity v části praktické, která bude věnována analýze makroekonomických ukazatelů v České republice a eurozóně. Dále bude provedena komparace přístupů monetární politiky České národní banky a Evropské centrální banky, zdůrazňující rozdíly a podobnosti v jejich strategiích v reakci na výše uvedené krize.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Hlavním cílem diplomové práce je zhodnocení činností monetární politiky České národní banky (dále jen „ČNB“) a Evropské centrální banky (dále jen „ECB“) v letech 2008–2022. Dílčím cílem práce je zpracování literární rešerše funkcí, cílů a přímých a nepřímých nástrojů monetární politiky výše uvedených centrálních bank. Dalším dílčím cílem této práce je identifikace důsledků měnové politiky ČNB na českou ekonomiku a ECB na ekonomiku eurozóny. Posledním dílčím cílem je identifikace kroků ČNB a ECB týkajících se inflačních, politických a pandemických výzev.

2.2 Metodika

Diplomová práce je dle stanoveného hlavního cíle práce rozdělena na dvě části; část teoretickou a část praktickou. První část je zpracována na základě studia odborné literatury zaměřené na činnost ČNB a ECB, která je v druhé praktické části použita při komparaci přístupů jednotlivých centrálních bank. V praktické části jsou rovněž použita statistická data zveřejněná Českou národní bankou, Českým statistickým úřadem, Evropskou centrální bankou a Statistickým úřadem Evropské unie neboli Eurostatem. Pro dosažení výsledků jsou využity metody vědeckého zkoumání, především metoda komparace a analýzy. Zkoumán je vývoj makroekonomických ukazatelů v České republice a zemí eurozóny. Dále je komparován vývoj základních úrokových sazeb výše uvedených centrálních bank. Vybrané veličiny jsou navzájem komparovány prostřednictvím grafického zpracování časových řad ve stanoveném období 2008–2022. Závěr práce se věnuje porovnáním přístupu ČNB a ECB a jejich důsledků.

3 Teoretická východiska

3.1 Centrální bankovníctví

Jak uvádí Revenda (2011), první zmínky o centrální bance sahají do 17. století, avšak většina svou historii začíná na přelomu 19. a 20. století. Zájem o založení specifických bankovních institucí, tj. centrálních bank vyvolaly zejména války a jejich velké dopady na ekonomiku, náchylnost panovníků či vlád k neefektivnímu rozhozování peněz, eventuálně nedostatečné zdroje peněz získaných z drahých kovů. Mezi hlavní důvody pro vytvoření zmiňované centrální instituce byly především právě finanční zájmy dané vlády, respektive vládce mít vlastní banku, která kdykoli doplní chybějící zdroje ve státní pokladně a bude možné dozírat na veškeré pohyby finančních prostředků týkající se státní pokladny. V návaznosti na výše uvedený výčet důvodů lze vytyčit hlavní cíle nejstarších centrálních bank. Jednalo se o úvěrování státních financí, vedení účtů pro vládnoucí orgán a efektivní systém platebního styku. V dnešní době jsou centrální banky ve většině vyspělých zemí již samostatnými, na rozhodnutích vlády nezávislými institucemi. Je nutné podotknout, že i v současnosti lze nalézt snahy podřídit centrální banky rozhodnutím vlád, včetně donucení těchto bank k přímému úvěrování státních rozpočtů.

3.1.1 Funkce centrální banky

Úkoly centrálních bank je možné rozčlenit dle Kantnerové (2016) do dvou základních kategorií. První z nich představuje funkce makroekonomická. Této kategorii náleží provádění měnové politiky prostřednictvím patřičných nástrojů, emise hotovostních peněz a operace s devizovými prostředky. Druhá kategorie, definována jako mikroekonomická funkce, je charakterizována prováděním bankovního dohledu nad bankovním sektorem, vykonáváním role banky bank a banky státu. Tyto činnosti zajišťují bezpečnost, efektivnost, jistotu a důvěryhodnost příslušného bankovního sektoru za pomoci regulačních nástrojů.

Emisní činnost

Nejtypičtějším znakem, kterým se centrální banky diferencují od dalších bank, jak uvádí ve své publikaci Revenda, aj. (2012) je provádění emisní činnosti. Tímto pojmem se

rozumí emitování hotovostních peněz a oběživa, v jejíž činnosti vyhrazené zákonem jsou centrální banky monopolem. Zvětšující se objem využití těchto peněz, zejména bankovek a úpadek kovového krytí v mincích, napomáhá centrálním bankám lépe regulovat množství emitovaného oběživa a tím pádem ovlivňovat celkové množství peněz v oběhu. Nicméně postupný rozvoj bezhotovostních peněz ovlivňuje regulaci centrálních bank a její emisní činnost, která je součástí měnové politiky a v tomto případě ztrácí na svém významu.

Měnová politika

Mezi nejdůležitější aktivitu centrálních bank v tržních ekonomikách se řadí monetární činnost. Centrální banky primárně aspirují na měnovou stabilitu, které je dosahováno za situace rovnosti ekonomické poptávky po penězích v oběhu a jejich množství. Instituce se snaží vědomou činností prostřednictvím měnových nástrojů regulovat vývoj množství oběživa, a tím dosáhnout konkrétních cílů. Detailnější pohled na monetární politiku rozlišuje postupy přes měnové či úvěrové agregáty a cenu peněz v podobě úrokové míry (Kotlán et al., 2001).

Devizová činnost

Posláním centrální banky je mimo jiné také provádění devizové činnosti. Jedná se zejména o spravování cenných papírů v cizí měně, hotovosti cizí měny a zlata státu a obchodování s nimi na volném trhu. Udržováním těchto devizových rezerv centrální banky ovlivňují zejména devizový kurz cizí měny vůči domácí měně. Takto popisuje devizovou činnost Kantnerová (2016).

Banka bank

Je nutné poznamenat, že dohled a regulace nad bankovním systémem je nejdůležitější činností centrálních bank, poněvadž obě aktivity spolu úzce souvisejí. Regulaci množství peněz v oběhu nelze provádět bez regulace bankovních institucí a jejich následného dohledu. V současnosti se tedy jedná o nejvíce usměrňované odvětví v ekonomikách a jsou to právě centrální banky, které tyto činnosti zabezpečují. Úkolem bankovního dohledu je zabránit bankrotům bank, a ochránit tak vklady klientů (Jílek et al., 2010).

Dále Revenda (2011) uvádí, že v návaznosti na funkci regulátora bankovního, respektive finančního trhu, kde centrální banky odpovídají za stabilitu tohoto sektoru, rovněž vystupují centrální banky jako jakýsi bankéři. Přijímají vklady od bank, poskytují jim úvěry, vedou účty, obchodují s nimi s cennými papíry a v neposlední řadě zabezpečují mezibankovní platební styk a zúčtování. Vklady od domácích a zahraničních bankovních institucí ve formě bezhotovostních peněz představují rezervy – povinné, dobrovolné a v zahraniční měně. V případě poskytování úvěrů je nutné zdůraznit zejména jejich účel pořízení. K zajištění plynulosti mezibankovních platebních styků, centrální banky umožňují poskytnutí krátkodobých úvěrů, u kterých bývá nejnižší úroková sazba v celé ekonomice. Úvěr s již vyšší sazbou je poskytován bankám, které jsou v situaci krizového charakteru a nemohou získat z různých důvodů běžné krátkodobé úvěry, případně zdroje na mezibankovním trhu. Jedná se o krátkodobé nouzové úvěry. Dále centrální banky v roli věřitele poslední instance poskytují bankám specifické úvěry, za předpokladu mají-li banky vážné problémy s udržení své existence. V neposlední řadě centrální banky obchodují s cennými papíry. I v tomto případě se jedná o možnost ovlivnění množství peněz v oběhu.

Banka státu

Ačkoli je většina centrálních bank v současné tržní ekonomice nezávislých, zákonné předpisy upravující vztahy mezi státem, resp. vládou a centrální bankou tento fakt relativně vyvrací, jelikož udávají situace, kdy vládní instituce naopak úzce spolupracují s centrálními bankami. V těchto případech centrální banky vedou účty dle zákona o rozpočtových pravidlech a provádí některé operace pro vládu, centrální orgány místní moci a správy a vybrané podniky veřejného sektoru. Revenda (2011) ve své publikaci rovněž uvádí, že centrální banky provádí operace související s běžným hospodařením státního rozpočtu v daném roce. V případě schodku státního rozpočtu je zapotřebí, aby tento byl kryt emisí státních cenných papírů v podobě krátkodobých pokladničních poukázek. Avšak tato pravomoc nemusí být ve všech zemích stanovena z důvodu zamezení rozporů s měnovou politikou. Stejně tak je tomu u další činnosti centrálních bank, a to poskytování úvěrů veřejnému sektoru.

Reprezentace státu v měnové oblasti

Při provádění měnové politiky je taktéž důležité předávání informací veřejnosti, tj. nebankovním a bankovním subjektům. Tuto funkci realizují představitelé centrálních bank, kteří reprezentují tuto instituci na různých mezinárodních setkání a v dalších mezinárodních institucích mezi které patří například Světová banka. Mezi další činnosti, které centrální banky provádějí, jsou mimo jiné činnosti spojené se získáváním informací o bankovním sektoru či ekonomice, poradní v případě státního rozpočtu a ve směru k vládě.

3.1.2 Bankovní systém

Počátky vzniku bankovníctví se datují již před naším letopočtem. První banky, na území dnešní Itálie, vznikaly ve 12. století a byly tvořeny skupinami obchodníků, kteří směňovali různé druhy mincí, ověřovali jejich pravost či správnou váhu. Mince taktéž uschovávali a půjčovali jiným obchodníkům. V 18. a 19. století, ve Skotsku, měly banky oprávnění vydávat své bankovky, které byly částečně kryté zlatem, čímž se navyšovala rivalita mezi těmito bankami. V případě, že banka nebyla schopna garantovat směnitelnost těchto bankovek za zlato, byla nucena z bankovního trhu odejít. Toto prostředí svobodného bankovníctví, dle Wawrosze (2012) zajišťovalo udržení hodnoty peněz v oběhu. Tyto typy bankovních operací se postupem času staly hlavní náplní činnosti obchodních bank. Rozvoj bankovníctví eskalovalo koncem 19. století v důsledku vzniku bezhotovostních peněz, růstem velkovýroby a nastupujícím kapitalismem. Součástí každé vyspělé tržní ekonomiky je ono bankovníctví, představující odvětví s nejvyšší dynamikou, neboť kvalitně fungující banky zajišťují příhodný ekonomický rozvoj v jednotlivých zemích.

Dle Kantnerové (2016) jsou obecně banky popisovány jako podnikatelské subjekty, které mají ve srovnání s firmami v jiných odvětvích ekonomiky řadu odlišných rysů. Jejich činnost je obvykle řízena pravidly, která jsou odlišná oproti obecné úpravě v podnikání. I přesto, že tyto bankovní subjekty mají za cíl maximalizovat svůj zisk, případně maximalizovat tržní cenu akcií, jsou specifické tím, že přijímají vklady od jednotlivců a zároveň poskytují úvěry různým subjektům. Rozdíl mezi úroky z poskytnutých úvěrů a úroky z přijatých vkladů je základem pro tvorbu bankovního zisku. Z jiného úhlu pohledu na banku hledí Revenda, aj. (2012). Ti banku charakterizují jako finančního zprostředkovatele. Tento funkční pohled na banku vymezuje hlavní činnosti přijímání

vkladů, poskytování úvěrů a provádění platebního styku. Vzhledem k tomu, že na výše uvedené činnosti bank je aplikován jiný režim v porovnání se subjekty v jiných odvětvích, je tuto skutečnost nutné ošetřit právně. V České republice jsou banky spravovány dle zákona č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů a dalšími právními předpisy.

Seskupení bankovních institucí, vlastníci bankovní licence, v daném státě a uspořádání jejich vztahů představuje bankovní systém. Zpravidla se dle Revendy (2011) bankovní soustava dělí do dvou stupňů, tj. **jednostupňová** a **dvoustupňová** bankovní soustava. V prvně jmenovaném stupni je většina operací prováděna primárně jednou „centrální“ bankou, tento systém rovněž zahrnuje další působící banky. Ty jsou ovšem limitované předem stanoveným rozsahem bankovních činností, které mohou provádět a závislé na centrální bance, která má v tomto jednostupňovém bankovním systému dominantní postavení. Centrální banka nepřímo ovládá činnost ostatních bank, a to na základě plánů odrážejících zájmy příslušného politického vedení, nikoliv potřeb ekonomiky dané země. Oproti tomu dvoustupňový bankovní systém má centrální a obchodní bankovní odděleno a centrální banka ve většině případech neprovádí činnosti, které jsou v kompetenci obchodních a dalších bank. Na základě vlastního rozhodování bankovní instituce řídí svou činnost, a to za účelem maximalizace zisku.

3.2 Peníze

Peníze hrají v ekonomice nesmírně důležitou roli. S touto skutečností jednoznačně souhlasí Kantnerová (2016). Dále uvádí, že problém ovšem nastává při definování peněz, a to z důvodu rozporu mezi teoretickým vymezením a jeho praktickou využitelností. Vycházíme-li z podstaty peněz a z potřeb praktického měření jejich množství, hovoříme o ekonomické teorii. V tomto případě rozlišujeme tzv. teoretickou a empirickou definici peněz. Teoretická definice říká, že peníze představují kterékoliv aktivum, které je všeobecně používáno při placení za zboží a služby nebo k úhradě dluhů. Naproti tomu empirická definice pojednává o penězích jako o oběživu neboli souhrnu hotových peněz a peněz na primárních vkladech na bankovních účtech, přičemž jejich význam narůstá při růstu spotřeby. Wawrosz et al. (2012) pojednává o penězích jako o zvláštním statku, který je populací využíván jako prostředek směny.

Důležitým aspektem výše uvedené teorie je všeobecnost. Tedy to, že dané aktivum je zásadně přijímáno všemi subjekty dané společnosti a současně akceptováno jako základní prostředek směny (Revenda, aj., 2012).

V této souvislosti Jílek (2004) potvrzuje fakt, že peníze představují jakékoliv aktivum. V rané době rozvoje dělby práce a směny docházelo k naturální směně neboli barterovým obchodům, v jejichž průběhu byl směňován jeden druh zboží nebo služby za jiný druh, namísto směny za peníze. Postupným rozšiřováním množství a druhů směňovaného zboží a služeb byl vyčleněn určitý druh zboží, tzv. komoditní peníze (například obilí, plátno, víno apod.), tj. zboží, které bylo společností všeobecně přijímáno a zprostředkovávalo oběh všech ostatních druhů zboží a služeb. Jelikož každé zboží nebylo pro směnu vždy vhodné, dostávaly se do popředí drahé kovy ve formě mincí, které byly svými bezprostředními vlastnostmi vhodnějším platidlem. Vzhledem k omezenému množství zásob drahých kovů tehdejších panovníků, nemohl být zaručen rozvoj směny, a především státní pokladny. Toto brždění oběhu mincí zapříčinilo ukládání drahých kovů u zlatníků, kteří obratem vystavovali tzv. stvrzenky, které představovaly první podobu bankovek. Nedostatečná nabídka zlata a stříbra umocnila následný rozvoj papírových peněz, jejichž transparentnost a nižší nákladnost jim přidávalo na hodnotě.

3.2.1 Měnové agregáty

V současné době nejsou peníze pouze bankovky a mince. Dle Jílka (2004) dnes mají převážně podobu zápisů na bankovních účtech. Emise peněz vzniká ražbou v mincovnách či tiskem bankovek, případně státovek. Dnešní peníze jsou emitovány poskytováním bankovních úvěrů, z čehož vyplývá, že banka emituje peníze právě uvedenou činností. Ke vzniku dnešních peněz tak dochází výlučně připsáním bankou určité částky na účet klienta. Aby mohla banka uspokojit své klienty při rostoucí poptávce po penězích, koupí si je u centrální banky za prostředky, které má u ní uloženy na svém běžném účtu. Tato skutečnost podtrhuje fakt, že centrální banka mince a bankovky emituje, nikoliv však jejich množství ovlivňuje.

Hlavním důvodem, proč lidé drží část svého bohatství, tj. aktiv právě v penězích je zejména jejich likvidita. Likvidní aktivum je takové aktivum, které lze rychle a bez velkých nákladů či ztrát přeměnit v prostředek směny, tedy v peníze (Holman, 2011). Jak jsme se již dozvěděli, peníze mají několik forem, a tak jejich seskupením na základě schopnosti přeměny vznikají měnové (peněžní) agregáty. Rozdělení slouží centrální bance lépe pozorovat a ovlivňovat jednotlivé skupiny (Kantnerová, 2016). Měnové agregáty se obvykle rozlišují pomocí písmena M v kombinaci s čísly 0 až 3, takto doplňují Jílek a Matoušek (2010). Dále rovněž uvádí, že řazení peněžních agregátů se řídí stupněm likvidity. Nižší číslíce odpovídají vyšší likviditě.

Měnové agregáty zahrnují pouze finanční nástroje, které jsou drženy rezidenty dané země, neboť dle publikace Jílka (2004), pouze jejich peníze mohou ovlivňovat domácí cenovou hladinu.

Jílek (2004) člení peněžní agregáty z pohledu České národní banky do čtyř množin – M0, M1, M2 a L. Peněžní agregát **M0** zahrnuje oběživa, tj. hotovostní peníze a mince drženy rezidenty a nerezidenty, které jsou veřejnosti snadno dostupné a použitelné pro denní transakce. Jedná se tedy o nejlíkvnější formu peněz. Oběživo držené centrální bankou a bankovními subjekty není součástí tohoto agregátu. Dalším agregátem označeným **M1**, který zahrnuje oběživa a korunové vklady rezidentů na běžných bankovních účtech, které

lze snadno vybrat nebo použít k placení. Tento agregát zahrnuje prostředky, které jsou velmi likvidní a často se používají pro obchodní transakce. V případě rozšíření uvedeného peněžního agregátu M1 o termínované korunové vklady rezidentů a ostatní vklady, označujeme tento agregát jako **M2**. Tento agregát zahrnuje peněžní aktiva, která nejsou okamžitě dostupná jako u M1, ale stále jsou velmi likvidní. Široká peněžní zásoba, označována jako **M3**, zahrnuje mimo výše uvedené rovněž státní pokladniční poukázky v portfoliu nebankovních subjektů. Jedná se o nejširší a zároveň nejstabilnější měnový agregát, do kterého patří některé nástroje peněžního trhu, především akcie či podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace. Cenová jistota a vyšší míra likvidity zajišťují, že jsou tyto instrumenty blízkými substituty vkladů.

3.2.2 Poptávka po penězích

Peníze jsou životně důležitým prvkem v každé ekonomice, pohánějícím koloběh obchodu a financí. Poptávka po penězích je jedním ze základních faktorů ovlivňujících ekonomický vývoj a stabilitu. Wawrosz et al. (2012) uvádí, že v oboru ekonomie existuje mnoho přístupů, které tuto poptávku definují. Jedna ze základních teorií poptávky po penězích je tzv. cambridgeská teorie, jinými slovy se jedná o klasický přístup, podle kterého je úroveň poptávky po penězích závislá na množství statků nabízeného na trhu. Jinak řečeno, čím více produkce trh nabízí, tím více je sílen tlak na růst poptávky po penězích. Tedy peníze jsou poptávány za předpokladu, že jsou jiné statky nabízeny. Za situace, kdy jsou peníze drženy, nikoliv směňovány, hovoříme o poptávce po peněžních zůstatcích. Lidé drží peníze ve formě hotovosti krátkodobě a dlouhodobě. V případě držení krátkodobé hotovosti se jedná o oběživo, které není úročeno a množství peněz v oběhu není nijak ovlivněno výší úrokových sazeb. Oproti tomu množství hotovosti držené dlouhodobě je ovlivněno výší úrokové sazby, kterou je úročeno. S rostoucí úrokovou sazbou, klesá ochota držet peníze mimo oběh.

3.2.3 Nabídka peněz

V předchozí kapitole bylo uvedeno, že úroková míra ovlivňuje poptávku po penězích. V opačném případě, tedy nabídky peněz v oběhu, se jedná o tentýž jev. Nabídka peněz je ovlivněna výší úrokových sazeb. Následně tedy hovoříme o endogenním vztahu.

Jakmile je hodnota úrokové míry vysoká, ochota držet množství peněz mimo oběh je nízká, respektive množství peněz v oběhu je vysoké. Z tohoto vyplývá, že je-li poptávka po penězích závislá na úrokové míře, je současně nabídka peněz taktéž závislá na úrokové míře (Wawrosz et al., 2012).

3.3 Hospodářská politika

Jako samostatná vědní disciplína se začala hospodářská politika vyvíjet na začátku 20. století. Tento obor poskytuje rámec pro porozumění nástrojům, cílům a procesům rozhodování, které jsou využívány v ekonomických systémech po celém světě (Šulc, 1993).

Význam hospodářské politiky Kliková (2003) koncipuje ve dvojím smyslu. Z obecného pohledu se jedná o záměrnou činnost státu, respektive vlády, centrální banky a dalších veřejných orgánů. Rovněž chápáno jako přístupu státu jako celku k ekonomice vlastní země. Druhý, tedy teoretický pohled zakládá na analýze probíhajících ekonomických jevů následovaných návrhy opatření příslušných státních institucí na jejich řešení. Tyto činnosti vychází převážně z makroekonomických teorií, rovněž také z věd humanitního zaměření.

Je patrné, že hospodářská politika čerpá nejen z ekonomické teorie, ale také z její praxe. Její charakteristika je vždy stanovena na základě ekonomického směru, jehož myšlenky vládní představitelé zastávají k dosažení jednotlivých ekonomických cílů (Kliková, 2003).

Hospodářskou politiku uvádí Žák (2006) jako aktivitu, kdy vláda využívá nástroje pro ovlivňování ekonomického a sociálního vývoje s cílem dosáhnout konkrétních ekonomických cílů. Nejpodstatnějšími prostředky jsou daně, přesněji jejich zavádění, respektive rušení a sestavování státního rozpočtu. Primárními cíli hospodářské politiky z pohledu měření ekonomické výkonnosti země jsou dle Samuelsona (2007) následující:

- zajištění ekonomického růstu,
- nízká míra nezaměstnanosti a
- stabilní cenová hladina.

3.3.1 Cíle hospodářské politiky

Hierarchie cílů hospodářské politiky obvykle odráží důležitost a vzájemné vztahy mezi různými aspekty ekonomického rozvoje. Vyspělost tržní ekonomiky lze definovat pouze za situace, kdy je společnost jako celek souzněna se všemi lidskými hodnotami. Kliková (2003) shrnuje hierarchii cílů státu, respektive ostatních tvůrců hospodářské politiky do třech skupin v pořadí vzestupném, tj. tradiční ekonomické cíle, základní společenské cíle a maximalizace společenského blahobytu.

Nejvyšším vrcholovým cílem je **maximalizace společenského blahobytu**. Tento cíl se zaměřuje na zdokonalování hospodářsko-politického systému a jeho fungování. Tedy nejlepšího možného stavu pro společnost. Základní myšlenkou maximalizace společenského blahobytu je nalézt takový stav společnosti, ve kterém jsou uspokojeny co nejvíce potřeby obyvatel a kde jsou dosaženy nejvyšší možné úrovně blahobytu. V praxi se předmětný cíl stává klíčovým tématem v ekonomických politikách, sociálních programech a rozhodování na úrovni veřejné politiky. Nutné poznamenat, že různé země a politické systémy mohou mít odlišné přístupy k tomu, jak dosáhnout a měřit společenský blahobyt, a to podle svých vlastních hodnot a priorit.

Důležitou součástí společenského blahobytu jsou rovněž **základní společenské hodnoty**, které jsou řazeny mezi další cíl hospodářské politiky z hlediska její hierarchie. Doplňují tak předchozí cíl, který je zaměřen na materiální stránku věci. V případě základního společenského cíle se jedná o svobodu, spravedlnost, jistotu, pokrok, nezávislost, demokracii nebo také racionalitu.

Posledním cílem v pomyslné hierarchické pyramidě hospodářských cílů je **tradiční ekonomický cíl**, který utváří podmínky pro zajištění stabilního a progresivního vývoje ekonomiky dané země. Jedná se o soubor dílčích cílů, které jsou navzájem propojeny s cíli celospolečenskými a mezi které z pohledu měření ekonomické výkonnosti země dle Samuelsona (2007) patří: zajištění ekonomického růstu, nízká míra nezaměstnanosti a stabilní cenová hladina.

3.3.2 Základní typy hospodářské politiky

Ve své publikaci popisuje Kliková (2003) základní typy hospodářské politiky následujícím způsobem.

Fiskální politika

Tato politika představuje činnosti vládních představitelů ovlivňující ekonomiku pomocí změn ve vládních výdajích a daních. Hlavním cílem fiskální politiky je udržení vyváženého ekonomického růstu a zajištění vysoké zaměstnanosti daného státu v podmínkách nízké inflace. Úkolem této politiky je zajištění přerozdělení důchodů (redistribuční funkce), efektivní alokace zejména veřejných statků (alokační funkce) a stabilního hospodářského cyklu (stabilizační funkce).

Monetární politika

Jedná se o proces, ve kterém se centrální banka prostřednictvím svých nástrojů usiluje o dosažení předem stanovených cílů. Vzhledem k zaměřenosti diplomové práce je tato politika podrobněji popsána v samostatné kapitole 3.4.

Vnější hospodářská politika

Oproti výše uvedeným politikám je tato zaměřena na zahraniční vztahy, respektive obchodní vztahy s cílem zabezpečení rovnováhy těchto vztahů. Prostřednictvím nástrojů se snaží především vláda a centrální banka dosáhnout specifických cílů, mezi které se zahrnuje např. vyrovnaná platební bilance. I v případě vnější hospodářské politiky jsou stanovené cíle dosahovány za pomoci specifických nástrojů, které se dělí na smluvní a autonomní. Smluvní nástroj představuje mezinárodní smlouva uzavřená mezi státy na základě partnerských vztahů. Oproti tomu autonomní nástroj je zaměřen na jednostranném rozhodnutí vlády a zaměřuje se na omezení importu a podporu exportu.

3.4 Monetární politika

3.4.1 Definice monetární politiky

Společně s fiskální politikou tvoří monetární politika základ hospodářské politiky dané země v tržní ekonomice. Jejím obecným cílem je zajištění celkové makroekonomické rovnováhy země, tedy její měnové oblasti. Ve své publikaci Revenda (2012) proces měnové politiky definuje následovně: „*Měnovou politiku budeme chápat jako proces, ve kterém se centrální banka prostřednictvím svých nástrojů snaží o dosažení předem stanovených cílů.*“

Mezi klíčové cíle měnové politiky považuje Kliková, aj. (2003) snižování a stabilizaci inflace. Dělo se tak v druhé polovině 20. století, v období ropné krize, kdy byl kladen velký důraz na snižování míry inflace spolu s dosahováním ekonomického růstu. Za další podstatný cíl považuje ustálení devizového kurzu.

„*Měnová politika dnes spočívá v pouze tom, že centrální banka reguluje (řídí) krátkodobé úrokové míry domácí měny, aby nakonec ovlivnila inflaci, hrubý domácí produkt a zaměstnanost.*“ dokládá Jílek (2013) s tím, že v měnové politice o nic jiného nejde.

3.4.2 Cíle monetární politiky

V návaznosti na výčet teorií předních ekonomů v předchozí kapitole je zapotřebí nahlédnout do problematiky cílů činností centrálních bank. Ačkoliv se na první pohled může zdát, že měnová politika je relativně jednoduchý proces, ve kterém centrální banky provádí činnosti vedoucí ke splnění konečných cílů, je tato cesta poměrně stížená o takzvané zprostředkující cíle, neboť centrální banky konečných cílů nedosahují přímo. Mnoho autorů výše uvedené cíle doplňuje o tzv. operační cíl, který představuje zejména krátkodobou úrokovou míru (Jílek, 2013).

Pro přehlednost je proces měnové politiky znázorněn na obrázku č. 1.

Obrázek 1 Měnová politika centrální banky



Zdroj: Jílek (2013), vlastní zpracování

Na počátku celého procesu centrální banky využívají nástroje, kterými mohou ovlivnit zprostředkující cíl. Holan (2011) mezi tyto nástroje řadí:

- diskontní půjčky,
- operace na volném trhu,
- povinnou míru bankovních rezerv,
- devizové rezervy.

Následuje zprostředkující cíl, také označován jako cíl postupný, který je v měnové politice ve formě několika veličin. Zejména se jedná o:

- měnový agregát,
- měnový kurz,
- tržní dlouhodobou úrokovou míru,
- objem úvěrů aj.

Mezi výše uvedenými hodnotami se nicméně musí vyskytovat relativně stabilní vazby, a to za předpokladu, že v dlouhodobém období je stabilní růst peněžní zásoby spojen s určitou mírou inflace.

Cílovou rovinu v procesu měnové politiky završuje konečný cíl, na který centrální banky nemají přímý vliv, představující dle Jílka (2013):

- nízkou míru inflace,
- dlouhodobý hospodářský růst,
- vysokou zaměstnanost.

3.4.3 Nástroje monetární politiky

Techniku stabilního dodržování operačního cíle měnové politiky zastupuje právě nástroj monetární politiky, který ve své publikaci Jílek (2004) popisuje. Operačním cílem je krátkodobá úroková míra, u které je nutné zajistit její dosažení. Je-li centrální bankou stanovena konkrétní míra je zapotřebí zajistit, aby tato byla stabilně dosahována. Jinak řečeno, centrální banka určuje krátkodobou úrokovou míru mezibankovního trhu a prostřednictvím operací na volném trhu je takto realizována. Stanovená úroková míra následně ovlivňuje ostatní úrokové míry. Označuje se jako tzv. nepřímý nástroj monetární politiky. Z tohoto důvodu je popisovaná technika jednou z hlavních nástrojů centrálních bank v měnové politice. Dále centrální banky stanovují výši úrokových sazeb. Mluvíme zde o limitech na úrokové míry klientských úvěrů a vkladů či na objem úvěrů, které mohou bankovní instituce svým klientům nabídnout. V tomto případě hovoříme o přímých nástrojů měnové politiky.

Nástroje měnové politiky, jak z výše uvedeného vyplývá, lze rozdělit dle dopadu na bankovní systém na:

- přímé nástroje,
- nepřímé nástroje.

Přímé nástroje

Z pohledu tržní ekonomiky Revenda (2011) definuje přímé nástroje jako relativně cizí, jelikož dopadají do procesu rozhodování bank přímo a redukuje jejich podnikatelskou činnost. Přímé nástroje jsou sestavovány selektivně a banky se jim brání. I přesto, že jsou tyto nástroje relativně účinné, jejich využití je spíše výjimečné. Mezi tyto nástroje jsou zahrnovány:

Limity úvěrů bank

Centrální banka je oprávněna limity úvěrů vymezit ve dvou podobách: relativní a absolutní. Relativní limity určují maximální množství úvěru, které si obchodní banka může půjčit od centrální banky. Naopak, absolutní limity stanovují maximální částku, kterou mohou banky poskytovat svým klientům v podobě úvěrů.

Limity úrokových sazeb bank

Limity úrokových sazeb představují nástroj centrální banky, který může využít pro určení maximální výše úrokové sazby z vkladů a úvěrů poskytované obchodními bankami svým klientům.

Povinné vklady

Jsou závazkem zejména orgánů státní správy a udávají povinnost ukládat finanční prostředky, případně provádět některé platební operace, výhradně prostřednictvím centrální banky. Tato povinnost není vymezena centrální bankou, případně na její doporučení, ale samotným státem.

Pravidla likvidity

Jedná se o pravidla vztahující se na povinnost komerčních bank stanovovat závaznou strukturu aktiv a pasiv a jejich vzájemné vztahy. Centrální banka tímto primárně zajišťuje potřebnou úroveň likvidity jednotlivých bank.

Nepřímé nástroje

Oproti přímým nástrojům jsou nepřímé nástroje charakteristické svojí jednotností vůči ostatním bankám a tím, že na ně banky mohou, ale nemusí reagovat, ačkoliv působí na bankovní instituce plošně. Jinak řečeno, není omezeno rozhodování bank, pouze ovlivněno jejich podnikání. Působení nepřímých nástrojů zároveň nese skutečnost, že jsou méně účinné (Jílek a Matoušek, 2010).

Operace na volném trhu

Jedná se o finanční transakce, které centrální banka, respektive finanční instituce provádí na otevřeném trhu z důvodu ovlivnění množství peněz v oběhu, případně úrokových sazeb. Ačkoliv byla obecně účinnost nepřímých nástrojů definována jako nižší, v případě operací na volném trhu je tento fakt vyvrácen. Revenda (2023) ve své publikaci rovněž uvádí, že tento typ nepřímého nástroje je v současnosti centrálními bankami nejvíce využíván, jelikož prostřednictvím těchto je regulována nevypůjčená měnová báze s tím, že ji lze měnit v minimálním rozsahu. Nákupy a prodeje cenných papírů mezi centrální bankou a ostatními bankami jsou uskutečňovány převážně bezhotovostní formou, z čehož jasně

vyplývá vysoká operativnost tohoto nástroje. Táž publikace rovněž uvádí, že předmětné obchody by měly být poskytovány pouze s vysoce kvalitními a krátkodobými cennými papíry dluhového typu.

Diskontní nástroje

Podle Revendy, aj. (2014) jsou diskontní nástroje tradičními nástroji měnové politiky centrální banky a stanovují parametry, které musí být splněny při poskytování úvěrů či půjček obchodním bankám. Měnovou bázi lze těmito úvěry pouze zvýšit, kdežto prováděním operací na volném trhu ji lze mimo jiné též snížit. Centrální banka poskytuje úvěry výlučně domácím bankám a ve zdejší měně, jejichž zprostředkování má výrazný vliv na krátkodobou úrokovou míru. Mezi dalšími diskontními nástroji se rovněž řadí stanovení výše úrokových sazeb u zmiňovaných úvěrů, určení limitů objemu vložených prostředků komerčních bank u centrální banky a stanovení podmínek pro vlastní úvěry, nazývané "automatické facility".

Jeden ze dvou poskytovaných úvěrů centrální bankou jsou *diskontní úvěry*, které mohou banky čerpat v tzv. diskontním okénku, tj. do výše stanoveného limitu, za předpokladu, že příslušná komerční banka je schopna splácet již předchozí diskontní úvěry a disponuje cennými papíry ke krytí těchto úvěrů. Jsou zřizovány za diskontní sazbu, jejíž výše bývá nejmenší. V případě, že tyto banky nedosáhnou na výše zmiňovaný úvěr, mají možnost poptání o *lombardní úvěry*, které jsou poskytovány proti zástavě cenných papírů. Disponují lombardní sazbou, která je z důvodu větší rizikovosti úvěru oproti sazbě diskontní zásadně vyšší.

Dále lze mezi nepřímé nástroje centrální banky zařadit *automatické facility*. Tento nástroj zajišťuje nepřerušovanost mezibankovního platebního styku. Banky mohou na svých účtech na konci účetního dne vykazovat vyšší objem prostředků, než bylo zamýšleno, stejně tak objem nižší oproti potřebné výši k uhrazení závazků jiné bance. Centrální banka poskytuje v této souvislosti výpůjční nebo zápůjční facilitu. Banky mají možnost si u centrální banky uložit své prostředky přes noc a zajistit tak jejich úročení ve výši diskontní sazby; zde hovoříme o depozitní (výpůjční) facilitě. V případě potřeby krátkodobého vypůjčení prostředků je komerčním bankám poskytnuta úvěrová (zápůjční) facilitu, která je

úročena lombardní sazbou. Obě uvedené sazby ovlivňují výši krátkodobé mezibankovní úrokové sazby, která se pohybuje v rozmezí hodnot diskontní a lombardní sazby.

Kurzové intervence

Ve své publikaci Revenda, aj. (2023) uvádí, že kurzové intervence jsou převážně zaměřeny na změny měnového kurzu domácí měny. Tímto se zásadně liší od předchozích nepřímých nástrojů měnové politiky. Centrální banka aktivně zasahuje na devizovém trhu, aby ovlivnila hodnotu své měny vůči jiným měnám. Devizové intervence představují nákup zahraniční měny, respektive prodej domácí měny na trhu, s cílem posílit, respektive oslabit její kurz, a to z důvodů udržení stability měny, snižování inflačního tlaku nebo podpory exportu či importu. Tyto nákupy zahraniční měny přispívají k růstu objemu rezerv bank a tím pádem snižují sazbu krátkodobé úrokové míry. Centrální banka nákupem zahraniční měny navyšuje poptávku po této měně, k čemuž dochází ke zvyšování nabídky domácí měny a nastává její oslavení, případně zpomalení snahy posilovat. Zároveň se navyšují rezervy bank, které tlačí na pokles krátkodobé úrokové míry. V případě prodeje zahraniční měny se její poptávka snižuje, což vyvolává pokles nabídky domácí měny a za této situace dochází k posílení měny. Hodnota krátkodobé úrokové míry se vlivem poklesu bankovních rezerv snižuje.

3.5 Česká národní banka

Instituce vykonávající dohled nad finančním trhem a orgánem příslušným k řešení krize na finančním trhu v České republice je Česká národní banka. Jedná se o orgán, zřízený Ústavou České republiky a vyvíjející činnost v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a dalšími právními předpisy (dále jen „zákon“). Česká národní banka je právnickou osobou veřejného práva se sídlem v Praze. Kompetence centrální banky jsou uloženy v rozsahu výše uvedeného zákona a jiných právních předpisů. Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu, jejíž zajištění je podmínkou pro vytváření udržitelného hospodářského růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii s intencí podílet se na dosažení cílů Evropské unie, a to na základě Evropského systému centrálních bank, kterého je dle Smlouvy o fungování Evropské unie Česká národní banka součástí.

V zákoně jsou v § 2, odst. 2 rovněž stanoveny České národní bance následující úkoly:

a) určuje a provádí měnovou politiku,

b) vydává bankovky a mince,

c) řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, zahraničních bank vykonávajících bankovní činnosti na území České republiky prostřednictvím své pobočky (dále jen „pobočka zahraniční banky“) a spořitelních a úvěrních družstev, pečuje o jejich plynulost a hospodárnost a podílí se na zajištění bezpečnosti, spolehlivosti a efektivnosti platebních a vypořádacích systémů a na jejich rozvoji,

d) vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu (§ 44 odst. 1),

e) rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku nebo snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému, omezování nárůstu systémových rizik a udržení finanční

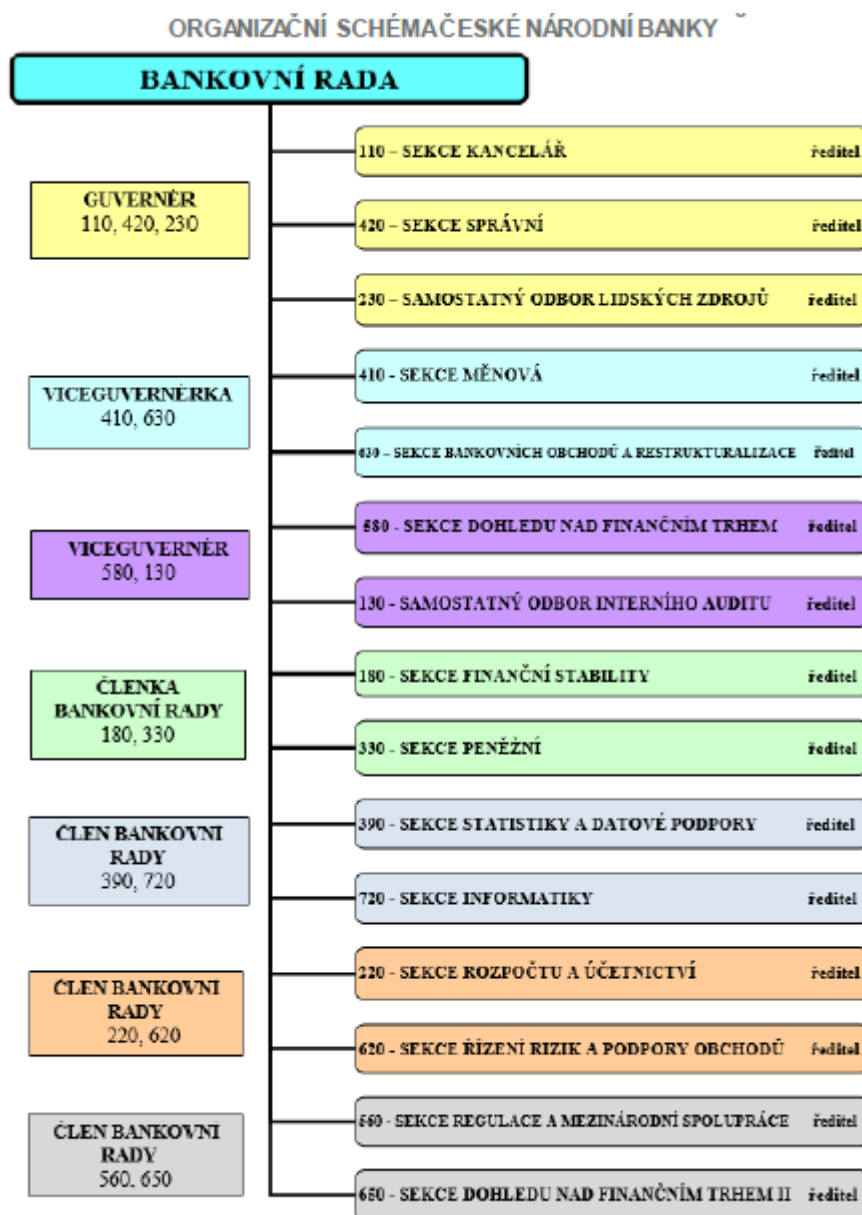
stability a vytváří tak makrobezpečnostní politiku; v případě potřeby spolupracuje na tvorbě makrobezpečnostní politiky s orgány státu, jejichž působnosti se tato politika týká,

f) provádí další činnosti podle tohoto zákona a podle jiných právních předpisů. (Zákon č. 6/1993 Sb., nedatováno)

Česká národní banka dle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších zákonů, při plnění výše uvedených úkolů spolupracuje na poli evropském nejen s ostatními centrálními bankami, zahraničními orgány, ale také s mezinárodními finančními institucemi příslušnými k řešení krize, a zabývajícími se dohledem nad finančním trhem, se kterými domlouvá v rámci své působnosti náležité dohody.

Podíváme-li se na organizační strukturu České národní banky, důležitým prvkem struktury je bankovní rada. Jedná se o řídicí orgán, který přijímá strategická rozhodnutí týkající se měnové politiky, bankovníctví a finanční stability. Je složena ze sedmi členů: guvernér, 2 viceguvernéři a 4 členové bankovní rady. Tito jsou jmenováni prezidentem republiky na dobu 6 let, případně jim odvoláni. Guvernér je hlavním exekutivním úředníkem centrální banky, má klíčovou roli v rozhodování o měnové politice a vedení banky jako celku. Viceguvernéři jsou zodpovědní za specifické oblasti politiky a správy České národní banky, jako je již zmiňovaná měnová politika, bankovníctví a finanční trhy. Do struktury centrální banky se dále řadí oddělení, z nichž každé se specializuje na určitý aspekt bankovníctví a ekonomiky. Jednotlivá oddělení mají své generální ředitele, kteří nesou odpovědnost za řízení této části činnosti centrální banky. Struktura mimo jiné zahrnuje odbory, které se specializují na dílčí činnosti, mezi které lze zařadit statistiky nebo taktéž výzkum.

Obrázek 2 - Organizační schéma ČNB



Zdroj: Organizační řád ČNB, dostupný z https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/organizacni-struktura

Vztah České národní banky vůči ostatním orgánům veřejné správy je upraven v třetí části zákona, § 9. Během vykonávání pravomocí a povinností, včetně plnění úkolů souvisejících s činností centrální banky, nesmí členové bankovní rady a celkově Česká národní banka, poptávat ani přijímat pokyny od jakéhokoliv státního orgánu, počínaje prezidentem republiky, Parlamentu České republiky nebo subjektů Evropské unie. Oboustranná komunikace mezi Českou národní bankou a vládou je pouze na informativní

bázi, zejména ve věcech opatření měnové a hospodářské politiky. Nicméně ve vztahu k Poslanecké sněmovně je Česká národní banka povinna předložit jednou ročně zprávu o výkonu dohledu nad finančním trhem a dvakrát do roka zprávu o měnovém vývoji země (§ 3 Zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů).

3.6 Evropská centrální banka

Založením Evropské centrální banky předcházela vznik Hospodářské a měnové unie (dále jen „HMU“), kdy v roce 1988 Evropská rada pověřila výbor, složený z guvernérů centrálních bank Evropské Unie, toho času Evropského společenství, vypracovat dokument představující jednotlivé kroky zavedení HMU. Tento dokument, tzv. Delorsova zpráva, jehož hlavním autorem je belgický premiér Raymond Delors a po němž nese název, byl představen v roce 1989 a představoval tří fázový proces postupného vývoje k jednotné evropské měně (Evropská centrální banka, 2023).

- První etapa

Dne 1. 7. 1990 započala první fáze, která představovala eliminaci překážek pro volný pohyb zboží, služeb, kapitálu a pracovníků v rámci Evropského společenství. Tento proces předcházela k úspěšnému zavedení jednotného trhu. Pro dosažení cenové stability zároveň probíhaly konzultace členských států v oblasti měnové politiky a jejich koordinace. Vzhledem k administrativně náročnému procesu počaly přípravné fáze na následující etapy celého procesu. Pro realizaci druhé a třetí fáze bylo nezbytné provést úpravy v Římské smlouvě, zakládající Evropské hospodářské společenství. K tomu účelu byla konána mezivládní konference o HMU v roce 1991, současně s mezivládní konferencí o politické unii. Výsledkem těchto jednání byla Smlouva o Evropské unii, uzavřená v prosinci 1991 a podepsaná v Maastrichtu dne 7. 2. 1992. Toho času tvořilo společenství dvanáct států: Belgie, Dánsko, Francie, Irsko, Itálie, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Portugalsko, Řecko, Spojené království a Španělsko. Kvůli zpoždění v procesu schvalování vstoupila tato smlouva, která upravila Římskou smlouvu na Smlouvu o založení Evropského společenství, a zavedla důležité protokoly o statutu Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky, stejně jako o statutu Evropského měnového institutu, s platností od 1. 11. 1993 (Evropská centrální banka, 2023).

- Druhá etapa

Tato etapa představovala posílení hospodářské a měnové spolupráce mezi členskými státy, což zahrnovalo koordinaci měnové politiky a společný plán pro konvergenci měn. Zodpovědnost za výše uvedené úlohy měl Evropský měnový institut (dále jen „EMI“), který vznikl v roce 1994. Měnová politika byla nadále v kompetenci orgánů jednotlivých zemí s tím, že následující rok EMI byl pověřen k provedení přípravných prací na vymezení budoucích měnových a kurzovních vztahů mezi státy eurozóny i mimo ni. Období druhé fáze rovněž přineslo návrh nových eurobankovek a dohodu o stanovení pevných směnných kurzů (Evropská centrální banka, 2023).

- Třetí etapa

Dnem 1. 1. 1999, po deseti letech od předložení deklarovaného plánu, zahájila Evropská centrální banka dohled nad jednotnou měnovou politikou spolu s emisí společné měny – euro (Evropská centrální banka, 2023).

Evropská centrální banka a národní centrální banky jednotlivých zemí unie vytvářejí Eurosystem, což je systém centrálních bank zemí, jejichž měna je euro, v eurozóně. Klíčovým cílem centrální banky je zajištění cenové stability a udržení hodnoty eura, jimiž prostřednictvím přispívají k hospodářskému růstu a tvorbě pracovních míst. Evropská centrální banka má taktéž zodpovědnost za dohled nad úvěrovými institucemi v zemích eurozóny a mimo ni. Ten se provádí prostřednictvím jednotného mechanismu dohledu, který zajišťuje bezpečnost a stabilitu bankovního, respektive finančního systému členských států Evropské unie (Evropská centrální banka, 2023).

Vzhledem k nadnárodnímu charakteru Evropské centrální banky je její organizační struktura mnohem složitější oproti centrálním bankám jednotlivých členských zemí. Komplikovanost struktury je dána nadnárodním charakterem instituce, jelikož se potýká s mnoha okolnostmi vzhledem k jejímu postavení. Zejména se jedná o zapojení členských států eurozóny do centralizovaného rozhodování o měnové politice a zabezpečení její provázanosti (Fleischmann, 2022). Řídícím orgánem Evropské centrální banky je dle čl. 283, oddíl 6, Smlouvy o fungování Evropské Unie, Výkonná rada a Rada guvernérů. Výkonná

rada, jejíž členi jsou jmenováni na osmileté období bez možnosti prodloužení, je složena z prezidenta, viceprezidenta a čtyř členů rady. Provádí měnovou politiku a udává instrukce národním centrálním bankám. Mimo jiné organizuje zasedání Rady guvernérů, složené ze členů Výkonné rady ECB a z guvernérů centrálních bank členských států eurozóny, a zodpovídá za chod centrální banky jako celku (čl. 283, oddíl 6, Smlouva o fungování Evropské unie). Fleischmann (2022) rovněž doplňuje, že dalším hlavním orgánem Evropské centrální banky je Generální rada řízena prezidentem, viceprezidentem a guvernéry centrálních bank všech zemí Unie. Její hlavní náplní je seskupení statistických dat a jejich následná analýza a koordinace měnové politiky států, které nejsou doposud součástí eurozóny. Do jejich kompetence rovněž spadá dohled nad správou evropského mechanismu směnných kurzů.

4 Vlastní práce

V posledních desetiletích se globální ekonomika stala svědkem několika významných ekonomických krizí, které formovaly měnové politiky centrálních bank po celém světě. Česká národní banka a Evropská centrální banka nejsou výjimkou, a jejich reakce na tyto krize hrají klíčovou roli v utváření ekonomické stability v daném státě, respektive společenství států. Ekonomické krize, jako například globální finanční krize v roce 2008, pandemická krize či válečný konflikt na Ukrajině, nejenom výrazně ovlivnily hospodářské podmínky, ale také stanovily výzvy pro centrální banky v jejich úloze stabilizátorů a ochránců měnové integrity.

Ve sledovaném období mezi lety 2008 až 2022 došlo k významným změnám v rámci systému měnové politiky, které budou v popsány v této části diplomové práce. Prognostické nástroje a způsob jejich použití v rozhodování bankovní rady postupně získávaly na kvalitě. Zároveň centrální banky zvyšovaly transparentnost své komunikace. Největší výzvou pro režim cílení inflace byla globální finanční a ekonomická krize, která měla značný dopad na českou ekonomiku a vedla k zavedení tzv. kurzového závazku a následně světová pandemická krize. Eurozóna byla těmito krizemi ovlivněna právě tak. V této části diplomové práce bude analyzován vývoj měnové politiky České národní banky a Evropské centrální banky v návaznosti na vývoj makroekonomických ukazatelů v České republice a zemích eurozóny v jednotlivých letech sledovaného období.

Vývoj měnové politiky České národní banky a Evropské centrální banky během krizových událostí a jejich dopad na vybrané makroekonomické ukazatele v České republice a zemích eurozóny je analyzován v následujících kapitolách.

4.1 Vývoj inflace

4.1.1 Cílování inflace České národní banky

Jedna z podob měnové politiky, kterou centrální banky používají k dosažení svých inflačních cílů je cílování inflace. Tento přístup se zaměřuje na udržení inflace na určitém stanoveném cíli nebo v jeho určitém rozmezí. V případě České národní banky byl tento režim zaveden poté, co opustila fixní měnový kurz v květnu 1997. Před zavedením cílování inflace používala Česká národní banka odlišný režim měnové politiky, konkrétně cílování peněžní zásoby. Tato strategie však nebyla schopná kontrolovat inflaci v období měnových výkyvů, což způsobovalo nejistotu v inflačním očekávání. Udržení a stabilizování inflace na nízkých úrovních je většinou využíváno centrálními bankami ve vyspělých státech, které mají více zkušeností s tímto režimem měnové politiky. I přes to byla Česká republika první zemí, která se transformovala na tento režim měnové politiky (Česká národní banka, 2018).

Hrnčíř (2010) vystihuje cílování inflace jako monitorování a řízení inflačních očekávání při zachování inflace v daném rozmezí, které je součástí moderní měnové politiky zaměřující se na zachování cenové stability, transparency této politiky, správa účtů a její kontrola. To se obvykle dosahuje pomocí změn úrokových sazeb a dalších nástrojů měnové politiky. Tímto způsobem centrální banka reaguje na ekonomické podmínky a snaží se udržet inflaci na cílové úrovni. Součástí tohoto režimu je stanovení tzv. **kvantitativního inflačního cíle**, který centrální bance udává veřejný závazek směřování monetární politiky na jeho dosažení. Ukazatelem může být množství peněz v oběhu, peněžní zásoba nebo jiný ekonomický indikátor. Dále je pro zachování transparentnosti a důvěryhodnosti měnové politiky důležité vymezení časového období, po které je daný inflační cíl stanoven. Z důvodu zamezení negativních dopadů na ekonomiku země je žádoucí stanovení horizontu platnosti inflačního cíle ve střednědobého horizontu. Určení konkrétního inflačního cíle vychází z prognóz budoucího vývoje inflace, z čehož vyplývá, že veškerá měnověpolitická rozhodnutí jsou vpřed-hledící (forward-looking).

Cílování inflace v období 1998-2001

Česká národní banka si zvolila v tomto období pro cílování inflace tzv. čistou inflaci, která představovala inflaci očištěnou od regulovaných cen a možných změn nepřímých daní. Centrální banka svůj inflační cíl interesovala vždy k prosinci příslušného roku. Přehled cílových intervalů v jednotlivých letech představuje tabulka č. 1. Je evidentní, že v daných letech byla reálná inflace hluboko pod stanovenými cíli, vyjímaje roku 2001, kdy skutečná inflace byla v prosinci tohoto roku ve výši 2,4 %, tedy v cílovém pásmu. To potvrzuje skutečnost, že Česká národní banka svého cíle zpravidla nedosahovala.

Tabulka 1 – Plnění inflačního cíle v období 1998-2001

Rok	Inflační cíl (v %)	Skutečnost (v %)
prosinec 1998	5,5 - 6,5	1,7
prosinec 1999	4,0 - 5,0	1,5
prosinec 2000	3,5 - 5,5	3
prosinec 2001	2,0 - 5,0	2,4

Zdroj: Janáček (2020); vlastní zpracování

Cílování inflace v období 2002-2005

Začátkem roku 2002 došlo k významné změně v rámci cílování inflace, kdy byl původní cíl pro čistou inflaci nahrazen celkovým indexem spotřebitelských cen. Tato změna byla prováděna s ohledem na lepší srozumitelnost pro veřejnost, neboť celková inflace je pro ni jasnějším ukazatelem. Tento index je schopen lépe formulovat inflační očekávání. Další důležitou změnou bylo zavedení průběžných inflačních cílů, které byly prezentovány jako rozmezí postupně se snižujících hodnot. Tento přechod zahrnoval velmi mírný pokles inflačního rozmezí, které se pohybovalo od 3 až 5 % v roce 2002 na 2 až 4 % v roce 2005. Tato úprava signalizovala, že centrální banka preferuje postupnou dezinflaci, tj. postupné snižování inflace.

Cílování inflace v období 2006-2013

V roce 2006 přešla ČNB k bodovému cílování inflace a stanovila inflační cíl na 3 % meziročního růstu spotřebitelských cen. Ustoupila od pásmového cílování z důvodu stabilizace cenového vývoje a zpevnění inflačního očekávání subjektů v ekonomice.

Vzhledem k tomu, že udržení přesné inflační hodnoty je obtížné udržet, bylo následně definováno toleranční pásmo, tj. 1 procentní bod pod/nad inflačním cílem, které odráží určitou míru nejistoty a proměnlivosti v ekonomických podmínkách. Takový přístup umožňuje centrální bance určitou flexibilitu v reakci na ekonomické podmínky. Pokud inflace mírně překročí nebo klesne pod stanovený cíl, může být stále považována za akceptovatelnou, pokud se nachází v rámci tolerančního pásma. Tato flexibilita je důležitá zejména v době výkyvů nebo nejistoty v ekonomice. Bodový inflační cíl byl v roce 2010 snížen na 2 % s ponecháním totožných hodnot tolerančního pásma z let předchozích.

Cílování inflace v období 2013-2017 – období kurzového závazku

Možnosti pro další potřebné uvolňování měnové politiky na podzim roku 2012 byly již výrazně omezeny. V té době bankovní rada ČNB snížila svou klíčovou úrokovou sazbu na 0,05 %. Snížení úrokových sazeb na tzv. technickou nulu představovalo ukončení uvolňování měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb. Centrální banka deklarovala, že v případě nutnosti dalšího uvolnění měnové politiky využije pro tyto účely jiného nástroje. Otázka nastala, zda v případě České republiky bude tímto nástrojem kurz či nákup státních dluhopisů. Vzhledem k tomu, že ekonomika České republiky není velká a zároveň bankovní sektor disponuje přebytkem likvidity. V listopadu roku 2013 uskutečnila ČNB krok, který měl za cíl odvrátit českou ekonomiku z recese a předejít razantnímu snižování inflace do záporných hodnot. Tento krok představoval kurzový závazek, který vyhlásila ČNB a který stanovil pevný kurz české koruny vůči euru na úrovni 27 CZK/EUR. Stanovením pevného kurzu mělo pomoci zvýšit konkurenceschopnost českých exportérů na mezinárodních trzích a omezení deflačních tlaků. Pro udržení stanoveného kurzu byla ČNB v období kurzového závazku připravena nakupovat neomezené množství eur. Vyhlášením závazku spolu s devizovými intervencemi ČNB dosáhla koruna nad deklarovanou úroveň a následující celý rok 2014 se kurz pohyboval nad hladinou 27 CZK/EUR bez nutnosti devizových zásahů. V roce 2015 se inflace nadále nacházela hluboko pod tolerančním pásmem. Vlivem růstu české ekonomiky a uvolňování monetární politiky ECB posílila koruna na hranici kurzového závazku. Vzhledem k velmi nízké inflaci ČNB ponechala úrokové sazby v nezměněné podobě a pokračovala ve využití kurzu jako nástroje své měnové politiky. Od července do listopadu téhož roku poprvé, vyjímaje vstupní intervenci v roce 2013, intervenovala proti posílení kurzu pod hladinu závazku. Na přelomu

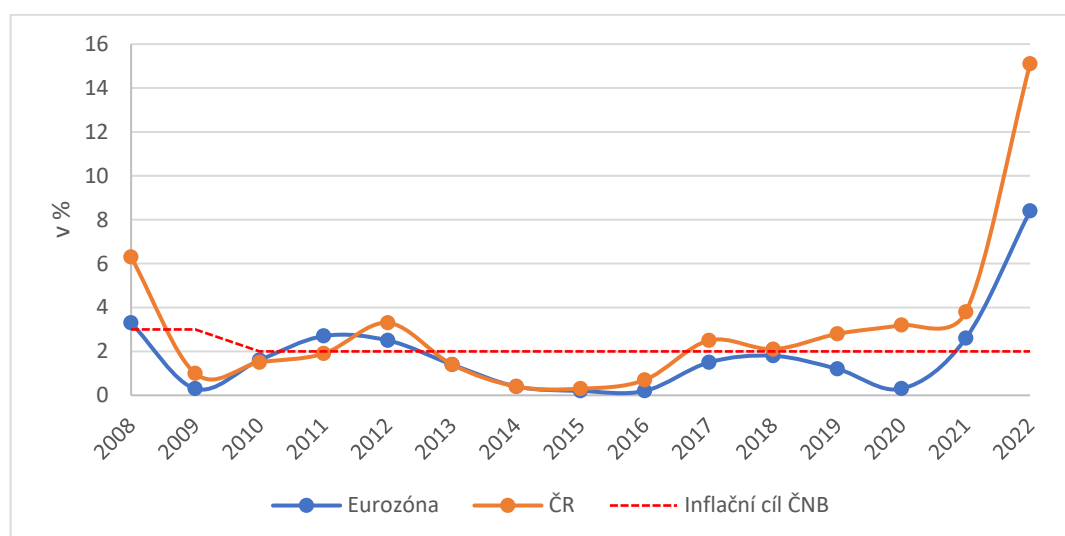
let 2016 a 2017 došlo k razantnímu růstu domácí ekonomiky a cenových tlaků, které posunuly inflaci dosahující nulové hodnoty nad stanovený dvouprocentní cíl. Důsledkem bylo rozhodnutí ČNB o ukončení čtyřletého kurzového závazku k dubnu roku 2017. Výše nakoupených eur v období vyhlášeného závazku převýšil 75 miliard. Bankovní rada posléze konstatovala, že zdatný průběh kurzového závazku a jejího ukončení bylo mimo jiné důsledkem otevřené komunikace ČNB vůči veřejnosti.

Po ukončení kurzového závazku se ČNB vrátila ke své tradiční měnové politice a to udržením inflace na hodnotách stanovených inflačním cílem s případnou oscilací kolem této hodnoty, prostřednictvím úrokových sazeb.

4.1.2 Vývoj inflace v České republice

Míra inflace v České republice, respektive v zemích eurozóny, vyjádřená přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen, která vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců proti průměru 12 předchozích měsíců, od roku 2008 do roku 2022, je zobrazena na grafu č. 1. Ve sledovaném období byla inflace poměrně proměnlivá. Je patrné, že inflace v České republice ve větší míře oscilovala kolem hodnot inflace v zemích eurozóny, vyjímaje obdobím po roce 2018, nicméně po většinu doby sledovaného období, se zároveň pohybovala kolem inflačního cíle České národní banky.

Graf 1 – Míra inflace v České republice a eurozóně v období 2008–2022



Zdroj: ČSÚ 2023, EUROSTAT 2023; vlastní zpracování

Míra inflace v České republice v roce 2008 dosáhla 6,3 %. V prvním čtvrtletí téhož roku dosáhl meziroční růst spotřebitelských cen nejvyšší hodnoty, a to 7,5 %. Takto výrazný meziroční růst spotřebitelských cen byl následkem působení zahraničního a domácího vlivu. Především růst cen nerostných surovin a zemědělských a potravinářských komodit na světových trzích se postupně také promítal do domácích cen, které byly ovšem zmírněny meziročním posílením kurzu české koruny. V daném období byl vývoj cen taktéž ovlivněn vnitřními vlivy, zejména změn týkajících se nepřímých daní. Zvýšení sazby daně z přidané hodnoty o čtyři procentní body, tedy z 5 % na 9 %, včetně zavedení ekologických daní a poplatků ve zdravotnictví, umocňovalo růst inflace. V následujících čtvrtletí roku 2008 došlo k postupnému zpomalování inflace a její meziroční hodnota v prosinci daného roku dosáhla 3,6 %. Za snížení inflace na zmiňovanou hodnotu významně přispělo oslabování cen potravin a pohonných hmot. Ovšem je nutné zmínit, že i přes výše uvedené vlivy, které přispěly ke snižování inflace, byly v domácí ekonomice výrazné proinflační tlaky, které držely inflaci těsně pod horní hranici tolerančního pásma. Zejména se jednalo o rychlý růst nominálních mezd způsobený především administrativními vlivy. Vzhledem k tomu, že je česká ekonomika velmi závislá na poptávce ze zahraničí, bylo nutné zabránit většímu propadu její ekonomiky a z tohoto důvodu Česká národní banka v tomto roce ponechala zejména kurz české koruny znehodnocovat.

Dalším krokem centrální banky bylo uvolnění měnové politiky, a to snížením základní úrokové sazby. Oba zmíněné kroky zabránily hlubšímu propadu české ekonomiky, nato Janáček (2020) ve své publikaci reaguje velmi pozitivně a depreciaci koruny a snížení základní úrokové sazby v tomto krizovém roce kvituje. V roce 2009 míra inflace klesla o více jak pět procentních bodů, přičemž se velmi rychle odrazila ode dna a následující tři roky (2010–2012) pozvolna narůstala. Nejnižší přírůstky průměrného ročního indexu spotřebitelských cen Česká republika zaznamenala mezi lety 2013–2016, kdy hodnoty dosahovaly v průměru 0,7 %, což reflektovalo pomalý růst domácí ekonomiky. Jak můžeme z grafu č. 1 vyčíst, výraznější změna nastala v roce 2017, kdy se hodnota inflace dostala na 2,5 %. Míra inflace se následující roky držela nad inflačním cílem centrální banky a velký zvrat nastal příchodem další světové krize, přesněji pandemické, zapříčiněné koronavirovým onemocněním SARS-CoV-2, a v roce 2022 dosáhla hodnoty 15,1 %.

4.1.3 Vývoj inflace v eurozóně

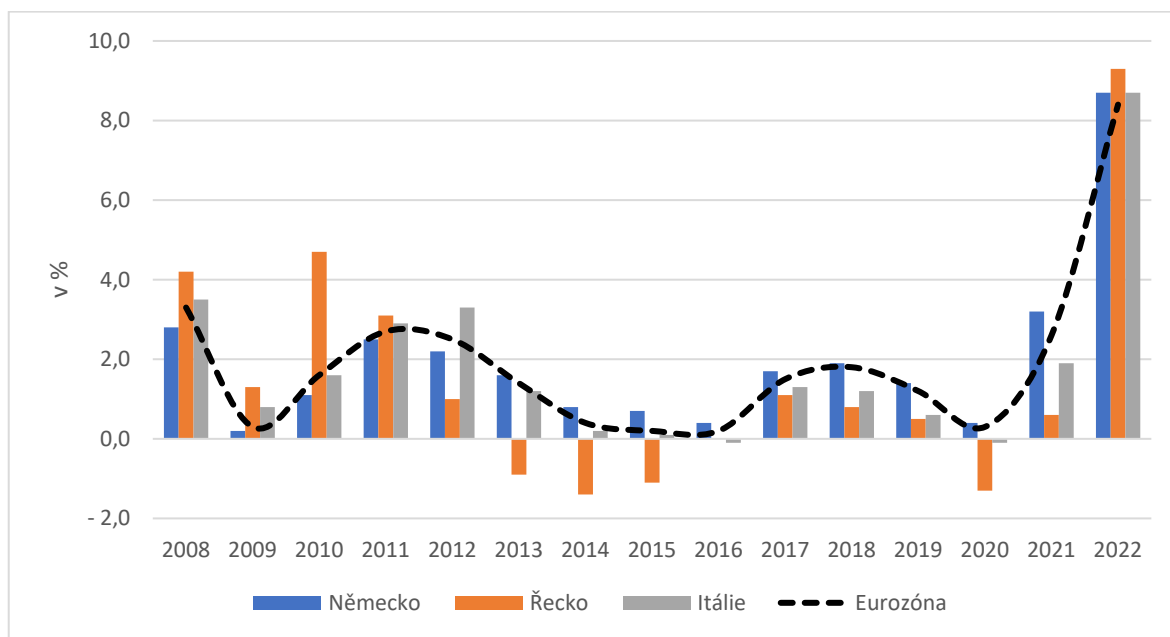
Míra inflace v zemích eurozóny na začátku sledovaného období dosahovala průměrné roční hodnoty 3 %. Rok 2008 byl charakteristický navýšením inflačních tlaků, především rychlým nárůstem cen komodit na světových trzích a s tím spojený růst cen energií a potravin. Následující rok došlo k utlumení inflačních tlaků a hospodářského růstu a inflace dosáhla hodnoty 0,3 %, což představovalo snížení o více jak 2,5 procentních bodů. I přes to, že se v letních měsících roku 2009 pohybovala meziroční inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen (dále jen „HICP“) v záporných hodnotách, byl tento trend koncem roku obrácen a inflace směřovala k inflačnímu cíli. Mezi lety 2010–2013 se inflace pohybovala kolem inflačního cíle ECB, přičemž za rok 2011 dosáhla nejvyšší hodnoty, a to 2,7 %. Důvodem byly nepříznivé makroekonomické podmínky a růst nepřímých daní v mnoha zemích eurozóny. V období 2014–2016 se inflace v eurozóně pohybovala na velmi nízkých hodnotách přibližující se nule s tím, že meziroční indexy vykazovaly v mnoha případech hodnoty záporné. Příčinou takto nízké inflace byly opětovně ceny energií, jejichž výše na trzích byly oproti předchozím letům až více jak poloviční. Vzhledem k hospodářskému růstu v zemích eurozóny v roce 2017 se zároveň snížilo deflační riziko. Opětovným důvodem zvýšené inflace bylo navýšení cen ropy v druhé polovině tohoto roku. Z důvodu vyšší globální poptávky než bylo očekáváno byla obnovena rovnováha na trhu, vlivem vzrůstající geopolitického napětí, zejména prodloužením omezení těžby ropy a výpadkům této těžby v některých státech. Důsledkem těchto událostí bylo celkové snížení zásob ropy. Přestože ceny potravin klesaly, z čehož by se mohlo zdát, že se odrazí na nižší inflaci, nebylo tomu tak, z důvodu růstu cen kovů, které převýšily klesající ceny potravin. Inflace tak v roce 2017 dosáhla 1,5 %, tj. navýšení oproti předchozímu roku o 1,3 procentního bodu. Vlivem výše uvedených a mírným zvýšením cen potravin dosahovala inflace v roce 2018 hodnoty 1,8 %.

Posléze v letech 2019 a 2020 ekonomická aktivita vykazovala v zemích eurozóny propad, který oslaboval spotřebitelskou poptávku. Příchodem pandemické krize v roce 2020 vzrostly dezinflační tlaky, hlavně v oblasti cestovního ruchu, který reagoval snížením cen služeb v návaznosti na opatření fiskálních politik jednotlivých zemí. Výrazný dezinflační tlak také představovalo snížení základní a snížené sazby daně z přidané hodnoty v Německu.

Jednalo se o snížení o 3 procentní body z 19 % na 16 %, respektive 2 procentní body ze 7 % na 5 %. I přes výše uvedené dosáhla inflace v roce 2020 hodnoty 0,3 %. V průběhu roku 2021 hodnoty inflace měly rostoucí charakter. Vlivem pokračující pandemické krize a s ní spojené vládní restrikce jednotlivých zemí. Ačkoliv došlo v průběhu tohoto roku k uvolnění proti pandemickým opatření a tím pádem k znovu oživení ekonomiky, silná poptávka převyšující nabídku představovala jeden z faktorů rostoucí inflace. Dalším faktorem, který ovlivnil výši inflace, byl technický, a to z důvodu navrácení snížených sazeb daně z příjmu v Německu na hodnoty před pandemií. Hodnota inflace se za těchto okolností skokově navýšila o 2,3 procentního bodu, na konečných 2,6 %. O mnoho silnější inflační tlaky byly v posledním sledovaném roce 2022. Z větší části se jednalo o tlaky z důvodu prudkého nárůstu cen energetických komodit, které v únoru vlivem ruské invaze na Ukrajinu dále šplhaly vzhůru a navyšovaly náklady na vstupech. S časovým zpožděním následně docházelo k postupnému růstu cen potravin. Z celkového pohledu měly inflační tlaky vytrvalejší a plošnější charakter. Inflace se vyšplhala na hodnotu 8,7 %, tedy navýšení oproti roku 2021 o 5,8 procentního bodu, což představovalo nejvyšší nárůst ve sledovaném období.

Na následujícím grafu č. 2 je zobrazen vývoj inflace v jednotlivých letech dle vybraných zemí eurozóny, tj. Německa, Řecka a Itálie, pro jasnější reflektování nehomogenity těchto zemí.

Graf 2 - Míra inflace v Itálii, Německu a Řecku v období 2008 - 2022

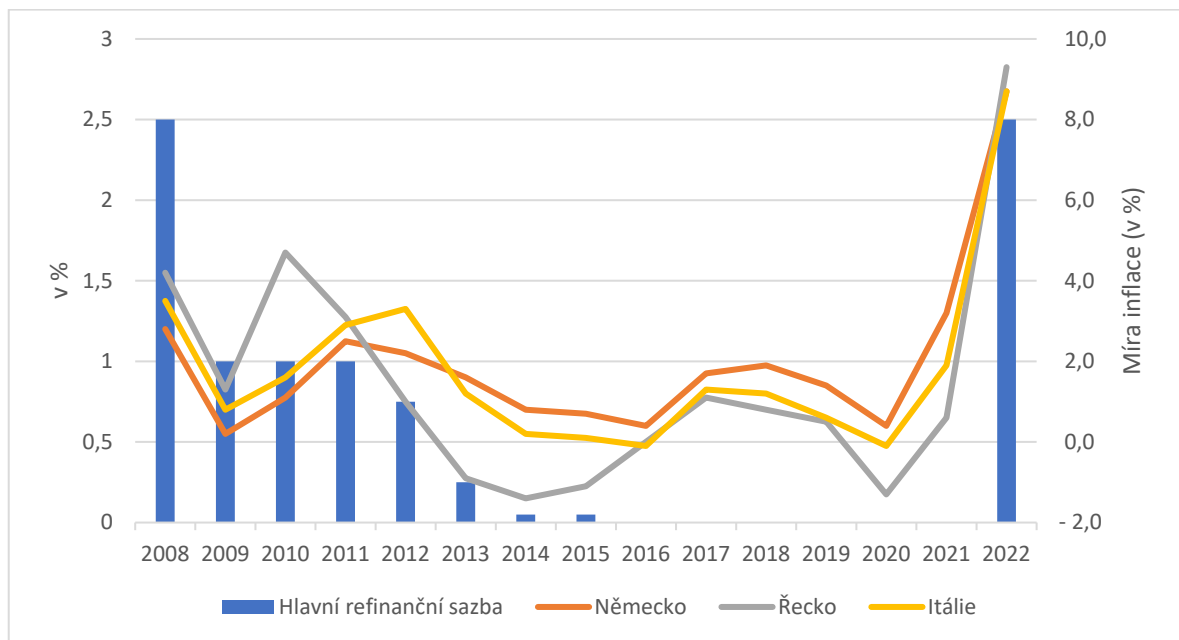


Zdroj: Eurostat (2023); vlastní zpracování

Shrnutí:

Dopad světové finanční krize v roce 2008 byl zejména na exportně orientované ekonomiky, mezi které jednoznačně řadíme Českou republiku. V období finanční krize byla hodnota inflace v České republice 6,3 % a v eurozóně dosáhla 3,3 %. Společným důvodem nárůstu inflace v předmětném roce bylo zvýšení cen komodit na světových trzích a cen potravin. Kromě zmíněného byl v případě České republiky rozdíl 3 procentní body oproti eurozóně taktéž důsledkem zavedení ekologické daně a zároveň navýšení sazby daně z přidané hodnoty. Důsledkem pandemické krize, následně taktéž válečného konfliktu na Ukrajině prudce vzrostla inflace jak v České republice (15,3 %), tak v eurozóně (8,4 %). Je jasně patrné, že pandemická krize, spolu s válečným konfliktem měla mnohem větší dopad na inflaci z důvodu velké provázanosti ekonomik mezi jednotlivými státy a obnovení domácích ekonomik jednotlivých států. Dále zvýšení poptávky, cen potravinových a nepotravinových výrobků a s tím spojený nárůst tlaku na zvyšování mezd. Tyto faktory nalézám jako velmi významné z důvodu jejich intenzivního a nekontrolovaného růstu a vzniku inflační spirály. Ve sledovaném období, které zahrnovalo 15 po sobě jdoucích let, bylo plnění inflačního cíle dosaženo ČNB v České republice v 7 případech, tj. necelá 47 % úspěšnost. Inflační cíl ECB v eurozóně byl splněn s 60% úspěšností.

Graf 3 - Míra inflace v Itálii, Německu a Řecku a klíčová úroková sazba ECB

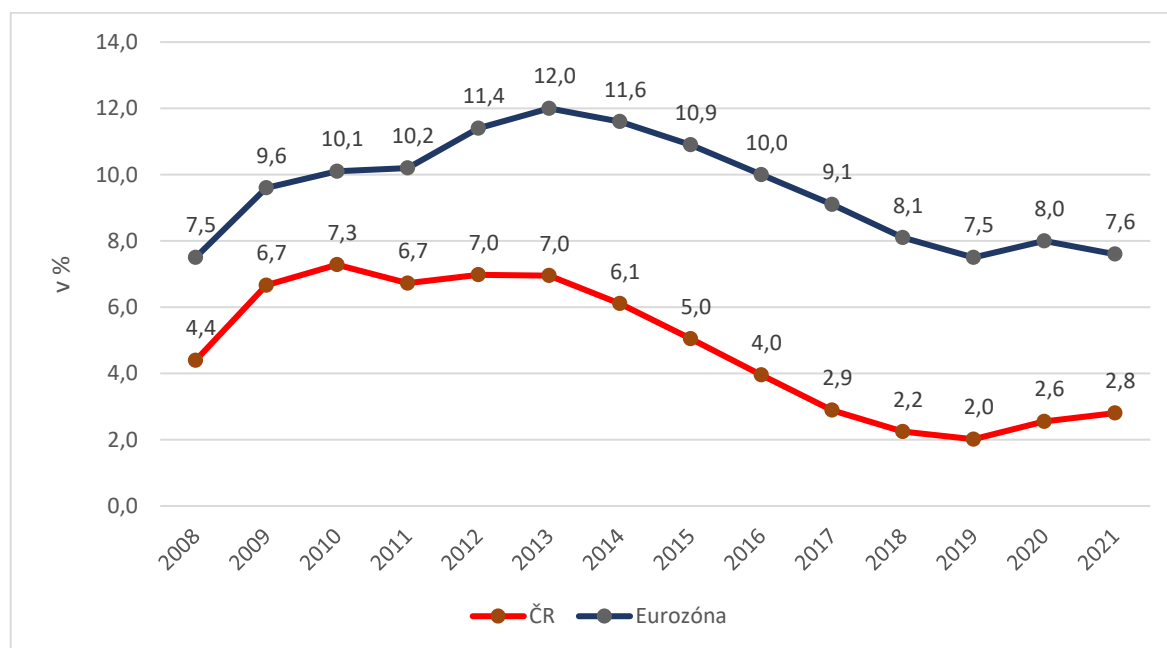


Zdroj: Eurostat (2023); vlastní zpracování

4.2 Vývoj nezaměstnanosti

Centrální banka nedisponuje kompetentními nástroji, které by přímo koordinovaly míru nezaměstnanosti, respektive zaměstnanosti. Přesto centrální banka může prostřednictvím své měnové politiky a dohledu nad finančním trhem vytvořit takové hospodářské prostředí, které podpoří růst a potenciální vznik nových pracovních míst. Jak již bylo zmíněno v teoretické části této práce, centrální banka může ovlivnit výši úrokových sazeb, a s tím spojenou dostupnost úvěrů, což může mít příznivý vliv na ekonomický růst domácí ekonomiky a investic. Zároveň udržení cenové stability, může taktéž velmi podpořit růst reálných mezd a udržet tak kupní sílu domácností a podpořit celkovou spotřebu. Dalším podpůrným nepřímým nástrojem k posílení zaměstnanosti je udržení stability finančního sektoru, zejména podnikatelského prostředí.

Graf 4 - Obecná míra nezaměstnanosti v období 2008–2022



Zdroj: ČSÚ 2023; vlastní zpracování

Vývoj obecné míry nezaměstnanosti v zemích eurozóny a České republice od roku 2008 je znázorněn na grafu č. 4. V České republice mezi lety 2008 a 2010 došlo ke strmému nárůstu míry nezaměstnanosti. Poté jsme mohli sledovat mírný pokles následovaným

nárůstem o 0,3 procentní bodu. Od roku 2013 došlo k poklesu míry nezaměstnanosti, který byl příchodem pandemické krize zastaven.

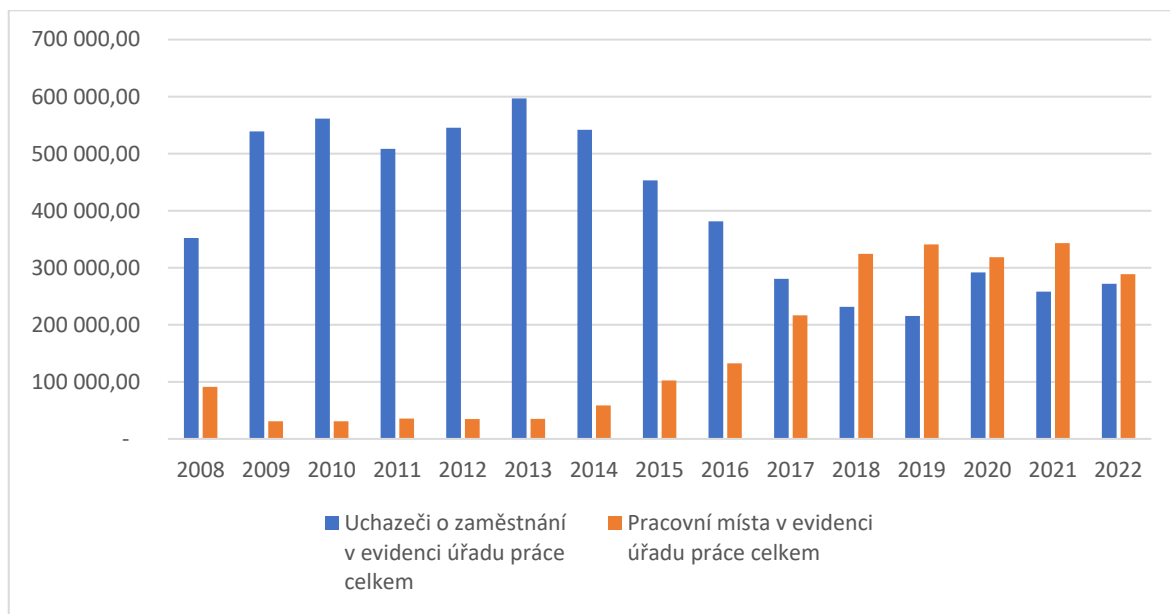
V roce 2008, respektive 2009 byla hlavní příčinou zmiňovaného nárůstu nezaměstnanosti světová finanční krize, která se v Evropě projevila v plné síle právě v roce 2008. Ekonomika se ocitla v recesi a firmy byly nuceny z důvodu poklesu poptávky po jejich výrobcích, z čehož vyplývá snížení výroby, snížit počet pracovních míst. Po odeznění finanční krize se většina států, zejména Itálie a Španělsko, mezi lety 2010 až 2013 potýkala s krizí dluhovou. V této souvislosti byly snižovány vládní výdaje a evropské hospodářství nadále vykazovalo klesající tendenci. Z tohoto důvodu si nezaměstnanost v eurozóně udržovala rostoucí tendenci a v roce 2012 dosáhla 12 %. I přesto, že je česká ekonomika závislá na exportu do zemí eurozóny, nevykazovala nezaměstnanost České republiky takto rostoucí charakter, ba naopak mezi roky 2010 a 2013 došlo k jejímu snížení o 0,3 procentního bodu. Za velmi kladné období v podobě růstu zaměstnanosti, respektive poklesu obecné míry nezaměstnanosti jak v České republice, tak v zemích eurozóny, lze považovat období 2013–2019. Nezaměstnanost se v eurozóně ročně snižovala v průměru o 0,8 procentního bodu z 12 % na konečných 7,5 %. Stejný trend lze pozorovat v České republice, kde ve zmiňovaném období nezaměstnanost klesala shodným průměrným ročním tempem, ze 7 % na 2 %. Tato klesající tendence byla přerušena celosvětovou pandemickou krizí v roce 2020. Pandemie měla dopad globálního charakteru a ve většině případů byly ekonomiky nuceny pozastavit své činnosti; globalizace a provázanost ekonomik jen umocnila dopady vzniklé touto krizí. V této souvislosti vzrostla obecná míra nezaměstnanosti v České republice o 0,8 procentního bodu na 2,8 % a o 0,1 procentního bodu na 7,6 % v zemích eurozóny.

Je zjevné, že se nejednalo o tak razantní zvýšení, jako tomu bylo po finanční krizi v roce 2008, zejména z důvodu připravenosti zemí v oblasti zaměstnanosti.

V následujícím grafu č. 5 je zobrazen počet uchazečů o zaměstnání a počet pracovních míst zaregistrovaných na Úřadu práce za příslušný rok. Časová řada lze v tomto případě rozdělit na dvě části. Pomyslným středem můžeme označit rok 2016, kde lze v oblasti

zaregistrovaných uchazečů o zaměstnání a počtu zaregistrovaných pracovních míst vypořádat jasné změny na trhu práce.

Graf 5 – Počet uchazečů a pracovních míst v evidenci Úřadu práce ČR



Zdroj: Úřad práce ČR 2023 a ČSÚ 2023; vlastní zpracování

Do první části časové řady lze zahrnout roky 2008 až 2016, ve kterých byl evidentní vysoký podíl zájemců o pracovní místa. Průměrný počet těchto uchazečů o zaměstnání za uvedené období byl 512 333 a průměrný počet případných pracovních míst činil 52 507. Z čehož vyplývá, že na jedno pracovní místo připadalo 12 uchazečů. Takto vysoký poměr mezi výše uvedenými hodnotami reflektoval vysokou obecnou míru nezaměstnanosti, která v průměru přesahovala 6 % (2008–2015) a uchazeči měli velmi stížené podmínky při hledání volného pracovního místa. To bylo způsobeno tím, že se domácí, ale i zahraniční ekonomika nacházela v post krizovém období, jinak řečeno ekonomické prostředí bylo z důvodu hospodářské krize v roce 2008 velmi utlumené. Většinu zemí eurozóny provázela recese, v případě České republiky tomu nebylo jinak. Tato skutečnost zároveň brzdila navýšení počtu nových pracovních míst a v letech 2009–2013 došlo ke stagnaci. Počet volných pracovních míst se v tomto čase pohyboval kolem 35 tisíc, jak uvádí Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky (2013).

Převratný trendový zlom nastal v roce 2015, respektive 2016, kdy se domácí ekonomika dostala do ekonomického růstu. Nárůst domácí a zahraniční poptávky přispělo k situaci, kdy firmy mohly navyšovat svou produkci, což vedlo k nárůstu nových pracovních míst. Je pozoruhodné, že nárůst těchto míst byl v roce 2016 oproti roku 2010 až čtyřnásobný.

V druhé polovině časové řady, tedy od roku 2018 poprvé za sledované období převyšovala nabídka volných pracovních míst nad počtem nezaměstnaných. Tato situace je patrná i v následujících letech, tj. do roku 2022. Nejvyšší počet nabízených míst ve sledovaném období byl v roce 2021, a to 258 173 s tím, že počet nabízených pracovních míst činil 343 148. Na jedno pracovní místo tak statisticky připadalo 0,8 uchazečů.

4.3 Vývoj úrokových sazeb

4.3.1 Vývoj úrokových sazeb ČNB

Česká národní banka (2023) uvádí, že mezi její hlavní nástroj měnové politiky patří úrokové sazby, jejichž výše je stanovena rozhodnutím bankovní rady. Nastavení úrokových sazeb se promítá do tržních úrokových sazeb a dále také do měnového kurzu, úspor či cen zboží a služeb. Nicméně různorodé situace na trzích zapříčiňují jejich účinnost více jak s ročním zpožděním. Obecně lze konstatovat, že navýšení sazeb snižuje inflaci a opačně jejich snížení inflaci zvyšuje. Podstatnou úrokovou sazbou České národní banky je dvoutýdenní repo sazba. Tato je využívána jako limitní úroková sazba pro repo operace¹, kterými jsou ovlivňovány krátkodobé tržní úrokové sazby. Vzhledem k tomu, že domácí ekonomika koresponduje dlouhodobě přebytkem likvidity, centrální banka jej prostřednictvím repo operací stahuje a bankám jako kolaterál² poskytuje cenné papíry. Mezi další úrokové sazby, které centrální banka vyhlašuje, jsou lombardní a diskontní úroková sazba. Lombardní sazba je využívána za situace, kdy si komerční banky přes noc půjčí od centrální banky likviditu a proti tomu poskytnou zástavu v rámci zápůjční facility, tj. krátkodobého úvěru zajištěného zástavou. V případě zvláštních situací a ocitnutí úrokových sazeb na tzv. efektivní spodní hranici, využívá centrální banka další nástroje, mezi které patří například devizové intervence. Tato situace nastala v roce 2013, v období recese domácí ekonomiky, kdy Česká národní banka vyhlásila kurzový závazek, který měl trvání až do roku 2017.

Všechny uvedené informace v nadcházejících kapitolách vývoje úrokových sazeb ČNB v jednotlivých obdobích tohoto oddílu vychází z databáze Českého statistického úřadu (2023) a České národní banky (2023) a jejich výročních zpráv daného roku.

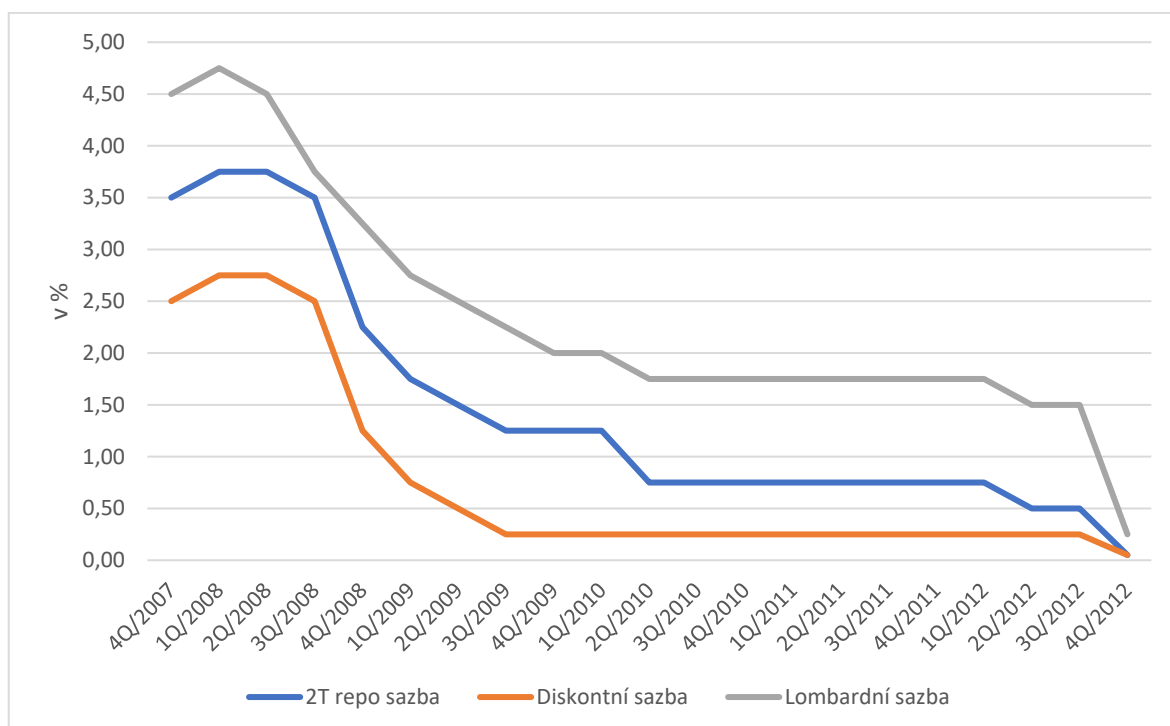
¹ Jedná se o operaci ČNB na volném trhu, prostřednictvím které dodává, či naopak stahuje korunovou likviditu od komerčních bank.

² aktiva, kterým dlužník zajišťuje věřiteli poskytnutý úvěr

Úrokové sazby ČNB v období 2008–2012

Na začátku sledovaného období došlo k navýšení dvoutýdenní repo sazby, diskontní sazby a rovněž také sazby lombardní. V únoru roku 2008 bankovní rada společným hlasováním navýšila základní úrokové sazby o 2,5 procentního bodu, dvoutýdenní repo sazbu na 3,75 %. V tomto roce vrcholila světová finanční a hospodářská krize, která se mnoha způsoby odrazila na domácím ekonomickém vývoji. Dopady této krize byly nejpatrnější ve čtvrtém čtvrtletí, zejména vlivem klesající zahraniční poptávky. Dynamika české ekonomiky výrazně oslabovala a docházelo k oslabování kurzu koruny, který částečně napomáhal tlumit zmiňovaný útlum poptávky ze zahraničí. Na základě očekávané prudce klesající inflace, kterou prognózy predikovaly na přelom roku 2008 a 2009 a udržení jej v pásmu inflačního cíle, centrální banka reagovala na začátku druhého pololetí roku 2008 snížením úrokových sazeb, a to hned třikrát. Celkově se jednalo o snížení úrokových sazeb o 1,5 procentního bodu. Dvoutýdenní repo sazba vstupovala do následujícího roku s 2,25 %, diskontní sazba s 1,25 % a sazba lombardní s 3,25 %.

Graf 6 - Vývoj úrokových sazeb v období 2008–2012



Zdroj: ČNB (2023); vlastní zpracování

Trend ve snižování úrokových sazeb je možno nadále pozorovat na grafu č. 6. Ihned na únorovém zasedání roku 2009 bankovní rada centrální banky snížila úrokové sazby o 0,5 procentního bodu, dvoutýdenní repo sazba se tak ocitla na hodnotě 1,75 %. Inflace v průběhu roku 2009 nadále klesala a její hodnoty v druhé polovině roku 2009 se pozvolna oddalovaly od spodní hranice inflačního tolerančního pásma. Česká národní banka na popsanou situaci reagovala opakovaným snížením úrokových sazeb. V prosinci dosáhla limitní úroková sazba pro repo operace úrovně 1,00 %. Rok 2010 představoval pro českou ekonomiku uzdravení, nicméně pokračující nízká inflace zapříčinila další snížení úrokových sazeb o několik desítek bodů na konečných 0,75 % u dvoutýdenní repo sazby a 0,25 % u sazby diskontní. Lombardní sazba byla snížena na hodnotu ve výši 1,75 %. Stejných hodnot dosahovaly předmětné sazby v následujícím roce 2011. Po delší časové pomlce a dlouhotrvající nízké inflaci se v roce 2012 centrální banka rozhodla k opětovnému snížení sazeb, dvoutýdenní repo sazba se ocitla na hodnotě 0,05 %. Dle rozhodnutí bankovní rady téhož roku je evidentní, že udržení výše úrokových sazeb na tzv. technické nule je plánováno na delší časový horizont.

Úrokové sazby ČNB v období 2013–2017

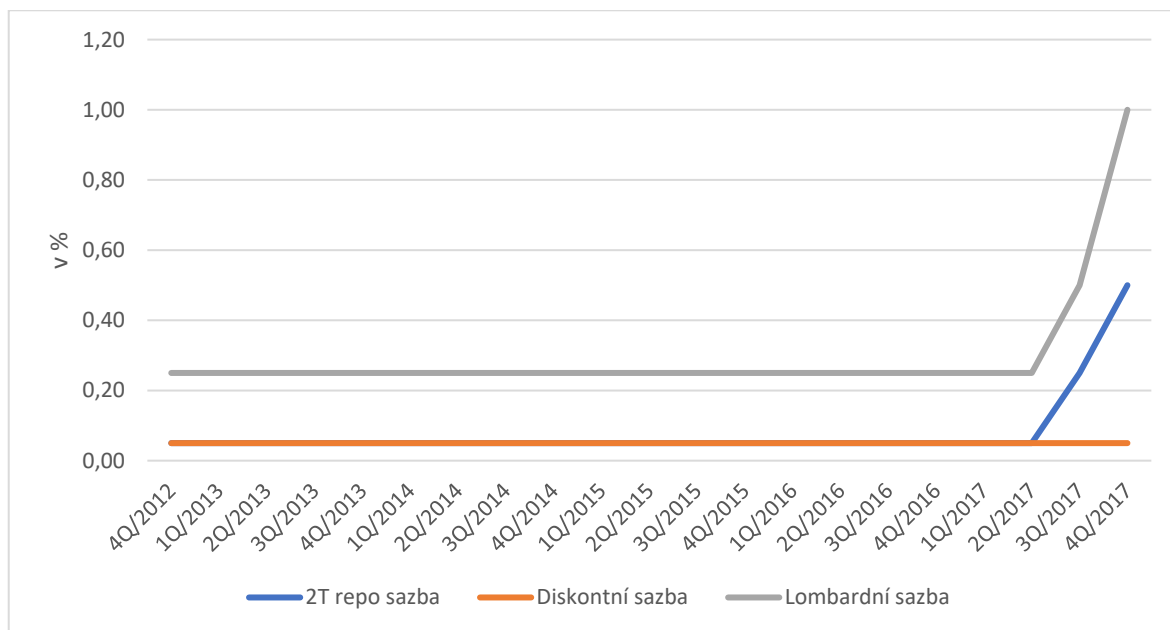
V roce 2013 pokračovala ekonomická recese, a to vedlo k útlumu na trhu práce a zároveň k poklesu inflace, spolu s poklesem zahraničních úrokových sazeb, se zvýšila potřeba poklesu domácích měnověpolitických úrokových sazeb do výrazně záporných hodnot. Prognózy na začátku roku 2013 naznačovaly, že by česká ekonomika mohla sklouznout do deflace, což by mělo nepříznivé důsledky. Jelikož možnosti dalšího snižování měnových úrokových sazeb byly vyčerpány, bankovní rada se na svém listopadovém zasedání rozhodla začít využívat kurz koruny jako další možný nástroj pro uvolňování měnových podmínek. Veřejně tedy oznámila svou připravenost k tomu, že v případě potřeby zasáhne na devizovém trhu, aby udržela kurz koruny vůči euru blízko hodnoty 27 CZK/EUR. Toto rozhodnutí je spojeno se závazkem udržovat cenovou stabilitu a centrální banka deklarovala, že je odhodlána provádět takové intervence v potřebném rozsahu a po nezbytnou dobu. V důsledku tohoto prohlášení došlo k devalvaci české měny, která se později během roku postupně stabilizovala. Tento krok přispěl k zpomalení protiinflačních tlaků a poskytl ekonomice potřebnou podporu při překonávání dlouhodobé recese.

V následujícím roce česká ekonomika zaznamenala dvouprocentní ekonomický růst, a to především díky uvolněné měnové politice. I když bezprostřední hrozba deflace spojená s poklesem domácí poptávky byla odvrácena, inflace po celý rok zůstávala pod dolní hranicí tolerančního pásma a ke konci roku se dokonce téměř přiblížila k nulové hodnotě. To bylo způsobeno zejména omezeným růstem cen na mezinárodních trzích a poklesem cen ropy. Toto snižování inflačních očekávání vedlo k postupnému snižování prognóz inflace. Česká národní banka v reakci na uvedenou situaci prodloužila platnost jednostranného kurzového závazku, tedy zajištění kurzu domácí měny na hodnotě 27 CZK/EUR. Zároveň vyjádřila ochotu upravit tento kurzový závazek na slabší hodnotu, pokud by došlo k dlouhodobému posílení deflačních tlaků, které by mohly vést k propadu domácí poptávky, obnovení rizik deflačního vývoje v české ekonomice a systematickému poklesu inflačních očekávání.

Vzhledem k tomu, že inflace v zahraničí představovala deflační vývoj, se inflace v České republice nadále pohybovala pod stanoveným cílem České národní banky i přesto, že se domácí ekonomika nacházela ve fázi růstu, rovněž zaměstnanost vykazovala navýšení. Naopak jádrová inflace, která zohledňuje především domácí inflační tlaky, stoupla nad hranici 1 % díky rostoucí ekonomice a zvyšujícím se mzdám. Měnověpolitické úrokové sazby zůstaly na technicky nulové úrovni, na které byly již od listopadu 2012, a kurz koruny se držel nad hladinou stanovenou v kurzovém závazku, tedy 27 CZK/EUR. Během prvního pololetí roku měl kurz tendenci klesat na nižší hodnoty, ale v létě se posílil a přiblížil se k hladině kurzového závazku. Pro udržení kurzu prováděla Česká národní banka intervence na devizovém trhu nákupy zahraniční měny, přesněji eura. Domácí ekonomické prostředí představovalo i v roce 2016 rostoucí trend, avšak mírně zpomalující. Byly patrné známky sílících domácích inflačních tlaků. Ekonomiku stále podporovaly uvolněné měnové podmínky, oslabený kurz koruny, nízké úrokové sazby a relativně nízké ceny ropy, spolu s rostoucí zahraniční poptávkou. Rostoucí ekonomický růst vedl k zvýšenému napětí na trhu práce. Mzdy začaly růst rychleji, zaměstnanost stále rostla a nezaměstnanost v České republice klesla na nejnižší hodnotu mezi všemi zeměmi EU. Nicméně inflace zůstávala vlivem pomalého ožívání mezinárodního ekonomického prostředí většinu roku pod spodní hranicí inflačního cíle. Obrat nastal na konci roku 2016 a inflace se dostala na úroveň 2 %. Vzhledem k velmi stále nízké inflaci ponechala centrální banka měnověpolitické

úrokové sazby na nezměněných hodnotách a měnová politika se nadále zaměřovala na plnění kurzového závazku.

Graf 7 – Vývoj úrokových sazeb v období 2012–2017



Zdroj: ČNB (2023); vlastní zpracování

Významná změna nastala v roce 2017, jak je rovněž zobrazeno v grafu č. 7. Inlace se po celou dobu pohybovala v horní polovině tolerančního pásma, domácí ekonomika vlivem uvolněné měnové politiky a rostoucí zahraniční poptávce dosáhla růstu o více jak 4,5 % a kurz české koruny se stabilně pohyboval nad 27 CZK/EUR. Na základě těchto skutečností se bankovní rada po téměř šesti letech rozhodla ukončit kurzový závazek a současně se zaměřila na opuštění technicky nulové úrovně úrokových sazeb. Hlavní úroková sazba (dvoutýdenní repo sazba) se v druhé polovině téhož roku navyšovala hned dvakrát, nejprve v srpnu o 0,20 procentního bodu, posléze o dalších 0,25 procentního bodu po listopadovém zasedání bankovní rady, na konečných 0,50 %. Vedle dvoutýdenní repo sazby byla zároveň navýšena lombardní sazba, a to dvakrát na procentní hodnotu ve výši 1. Celkem se jednalo se o navýšení sazby o 0,75 procentních bodů. Diskontní sazba zůstala beze změny. Domácí finanční sektor si nadále udržoval vysokou odolnost vůči možným ekonomickým šokům. Nicméně se objevila rizika spojená s chováním finančních institucí, podniků a domácností v období hospodářského a finančního růstu. Centrální banka

reagovala na tato rizika použitím nástrojů makrobezpečnostní politiky, včetně úprav doporučení pro poskytování hypotečních úvěrů a zvýšení sazby proticyklické kapitálové rezervy na hodnotu 1,25 %.

Úrokové sazby ČNB v období 2018–2022

V průběhu roku 2018 byla měnová politika uplatňována v prostředí ekonomického růstu, který se sice mírně zpomalil, ale stále byl patrný. Trh práce byl výrazně napjatý, s rekordně nízkou nezaměstnaností a historicky nejvyšším počtem volných pracovních míst. To vedlo k dalšímu zrychlení růstu mezd. Tato vyšší mzdová dynamika spolu s pokračujícím ekonomickým růstem vytvořila výrazné inflační tlaky na domácím trhu. Současně se obnovil růst dovozních cen, který byl způsoben nejen zvýšením cen na mezinárodních trzích, ale také vývojem kurzu české koruny, který měl tendenci oslabovat. Inflace během roku oscilovala v rámci inflačního cíle a ke konci roku dosáhla přesně tohoto cíle, tedy 2 %. Reakcí centrální banky na inflační tlaky bylo opakované zvyšování měnověpolitických úrokových sazeb, což bylo provedeno v případě dvoutýdenní repo sazby a lombardní sazby celkem pětkrát. Dvoutýdenní repo sazba byla v celkovém sečtení navýšena na konečných 1,75 %, navýšení bylo pokaždé o 0,25 procentních bodů. Poprvé od roku 2012 byla taktéž, a to hned vícekrát, navýšena hodnota diskontní sazby o konečných 70 bazických bodů, na 0,75 %. Největší nárůst lze zaznamenat u lombardní sazby, která se z původního 1 % zvýšila o 1,75 procentních bodů na 2,75 %. Přetrvávající inflační tlaky na domácím trhu, které udržovaly inflaci v horní polovině tolerančního pásma stanoveného cíle a ke konci roku jej dokonce přivedly nad jeho horní hranici, byly hlavním důvodem pro zvyšování těchto úrokových sazeb i v následujícím roce. Došlo k tomu po květnovém zasedání bankovní rady, která hlavní úrokovou sazbu navýšila o 0,25 procentního bodu, tj. na úroveň 2 %. Vzhledem k nejisté situaci ohledně ekonomického růstu v zemích eurozóny centrální banka v totožném roce již ke zvýšení úrokových sazeb nepřistoupila, ačkoliv prognózy možný další růst sazeb naznačovaly.

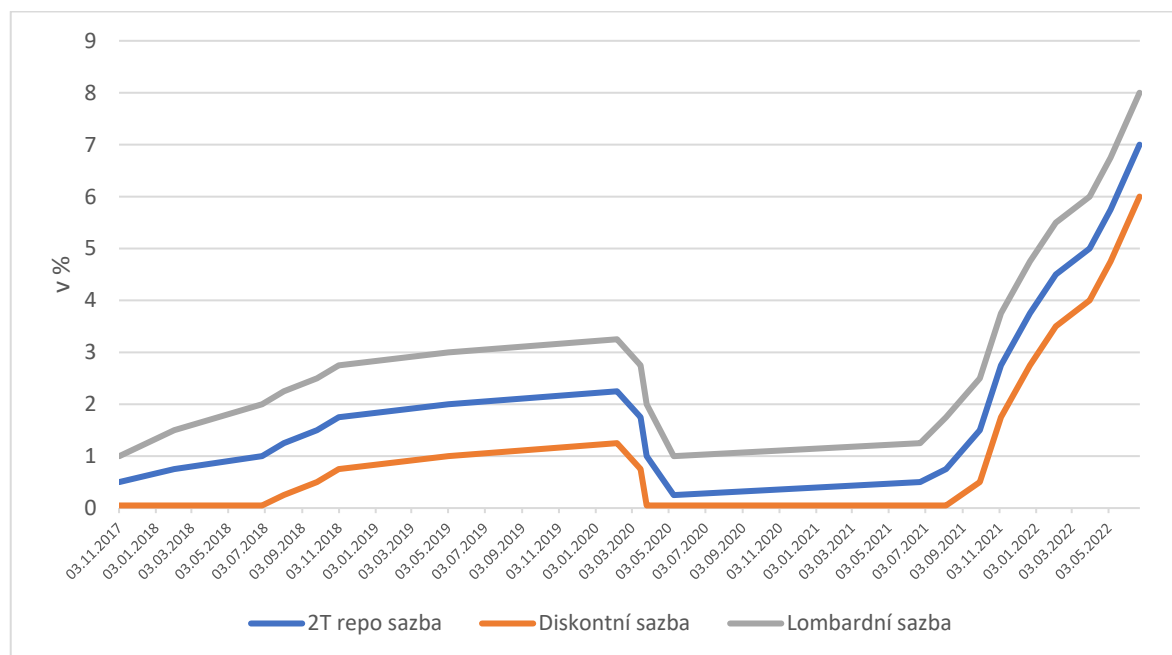
Rok 2020 byl výrazně ovlivněn celosvětovou koronavirovou pandemií, což mělo značný dopad na globální hospodářský a měnový vývoj. Protiepidemická opatření, která byla přijata, negativně ovlivnila světový obchod a téměř ve všech zemích jejich ekonomický vývoj. To vedlo k hluboké recesi v celosvětovém měřítku. Česká národní banka reagovala

na nepříznivý ekonomický vývoj v České republice razantním snižováním úrokových sazeb. Navíc výrazné oslabení kurzu české koruny po vypuknutí pandemie na jaře přispělo k uvolnění měnových podmínek. Inflace se v průběhu roku 2020 pohybovala nad horní hranicí tolerančního pásma, zejména kvůli doznívajícímu přehřátí domácí ekonomiky a trhu práce z předchozích let. Globální pandemie COVID-19 a související epidemiologická opatření zásadně narušila světový obchod a ekonomickou aktivitu téměř ve všech zemích.

Neprodleně v polovině března rozhodla bankovní rada centrální banky na svém mimořádném zasedání o snížení měnověpolitických úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu. Zároveň byla přijata opatření na podporu likvidity ve finančním sektoru. Dále bankovní rada přistoupila na svém pravidelném zasedání koncem března k ještě razantnějšímu snížení úrokových sazeb o 0,75 procentního bodu, čímž klíčová úroková sazba klesla z 1,75 % na 1 %. Po více jak deseti letech jsme zaznamenali razantní pokles těchto úrokových sazeb a zejména diskontní sazba se opět dostala na takzvanou technickou nulu. V důsledku těchto událostí Česká národní banka předpověděla výrazný pokles ekonomické aktivity ve zbytku roku 2020. Prognóza inflace rychle směřovala zpět do tolerančního pásma a pro následující rok zůstávala v jeho blízkosti. Po prudkém oslabení kurzu koruny na konci prvního čtvrtletí bylo očekáváno, že se kurz stabilizuje. Prognóza byla v souladu s dalším poklesem domácích tržních úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí roku 2020, přičemž došlo k jejich postupné stabilizaci. Bankovní rada reagovala na tento scénář a na začátku května opět razantně snížila úrokové sazby, přičemž dvoutýdenní repo sazba klesla na hodnotu 0,25 %. Ačkoliv léto roku 2020 představovalo útlum zmiňované koronavirové pandemie, na začátku druhého pololetí téhož roku tomu tak nebylo. Podzimní druhá vlna pandemie, přestože byla z epidemiologického hlediska závažnější a tragická, měla na ekonomiku méně negativní dopady než vlna jarní. Protiepidemická opatření v podzimním období měla menší dopad na domácí průmysl než ta, která byla zavedena na jaře. Nicméně celkově horší vnímání ekonomické situace ze strany firem pokračovalo v poklesu investic. To se také projevilo na listopadové prognóze centrální banky, která snížila očekávání ekonomického růstu pro následující rok 2021. Druhá vlna pandemie a její protiinflační účinky vedly k revidování prognózy inflace, která se měla vrátit k inflačnímu cíli až ve druhé polovině roku 2021. Po oslabení kurzu koruny v podzimním období se předpokládalo postupné posilování kurzu v roce následujícím. Listopadová prognóza

předpovídala stabilní tržní úrokové sazby, následované postupným růstem v průběhu roku 2021. Bankovní rada v souladu se srpnovou a listopadovou prognózou ponechala po zbytek roku úrokové sazby beze změny.

Graf 8 – Vývoj úrokových sazeb v období 2018–2022



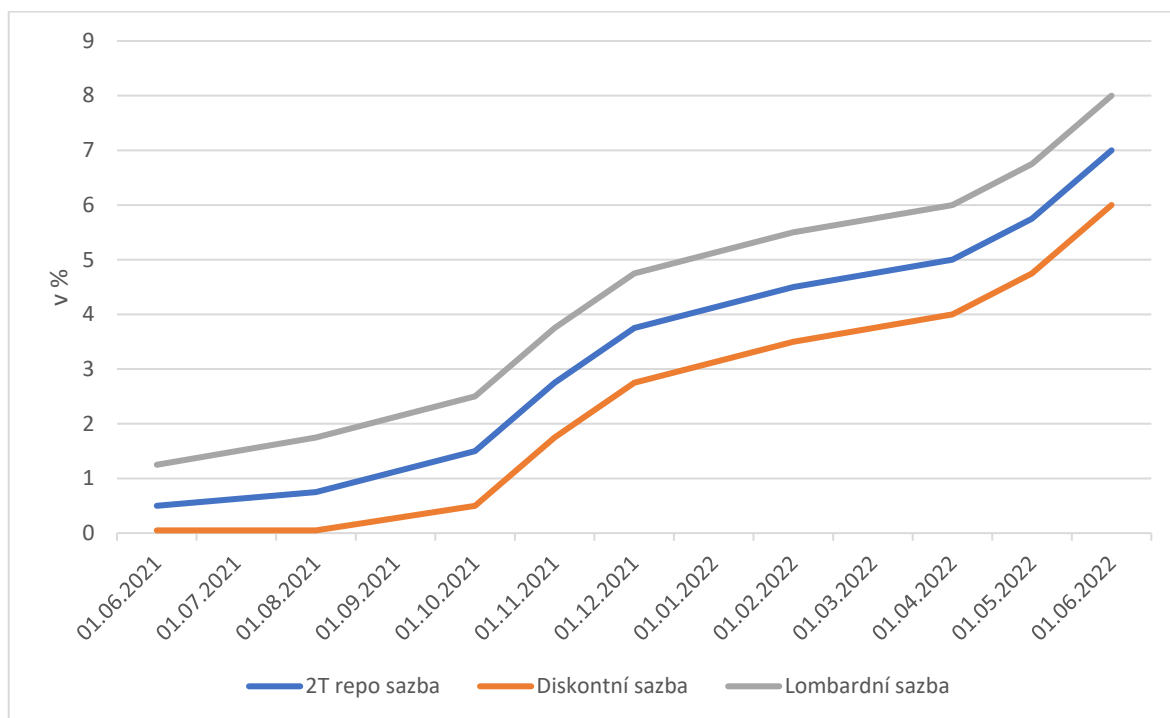
Zdroj: ČNB (2023); vlastní zpracování

Ekonomickou aktivitu země potlačovala protiepidemická opatření i v roce 2021. Jejich postupné uvolnění na jaře přineslo ekonomické oživení, které bylo později zpomalené podzimní vlnou pandemie a souvisejícími opatřeními, která již nebyla tak silného rázu. Hlavním hnacím motorem ekonomického růstu se stala spotřeba domácností, které se po návratu k normálnímu životu začaly vracet ke svým odkládaným nákupům během pandemie. Tyto zvýšené výdaje domácností byly podporovány rychlým růstem mezd na trhu práce, který vykazoval známky přehřívání, a také z nahromaděných úspor z předchozího roku. Rostoucí spotřební apetit domácností byl dále podpořen štědrá fiskální politikou (např. státní podpora během pandemie či valorizace důchodů nad rámec stanovený zákonem). Spotřeba domácností tak v průběhu roku 2021 stoupla v meziročním srovnání o 5,1 % a ocitla se na úrovni před pandemií. Negativní dopad na exportní ekonomiku České republiky mělo omezení/přerušování výroby v automobilovém průmyslu z důvodu problémů

v globálních výrobních a dodavatelských řetězcích. I přes výše uvedené vzrostla celkově ekonomika na o 3,3 %.

Dále došlo v průběhu roku 2021 k významnému růstu nákladů českých firem. Tento růst byl výrazně ovlivněn domácími faktory, přičemž jedním z hlavních bylo opětovné zhoršení situace na trhu práce. Mimořádně nízká nezaměstnanost ve výši 2,80 %, která nebyla během pandemie zásadně ovlivněna, se v průběhu roku snižovala, a zvýšená poptávka po pracovní síle vedla k rychlému růstu nominálních mezd. Strmý růst průmyslových výrobních cen v eurozóně mělo proinflační dopady na českou ekonomiku. Nárůst inflačních tlaků bylo dále podpořeno prudkým navýšením cen elektrické energie a zemního plynu na světových burzách. V této souvislosti Česká národní banka reagovala na sílící inflační tlaky z domácí a zahraniční ekonomiky rychlým a razantním zvýšením úrokových sazeb; období uvolněné měnové politiky lze považovat za ukončené. Stala se tak jednou z prvních centrálních bank, která rozpoznala proinflační dopady koronavirové pandemie vzniklé omezením na straně nabídky a vzrůstajícím tlakem na straně poptávky. Zvýšení dvoutýdenní repo sazby probíhalo postupně na třech zasedáních bankovní rady ČNB v období od září do prosince 2021. Celkově byla úroková sazba zvýšena o 3,5 procentního bodu na konečnou úroveň 3,75 %. Detailnější pohled na historicky skokové nárůsty úrokových sazeb v letech 2021 a 2022 znázorňuje následující graf č. 9. Je významné zmínit, že kurz koruny reagoval na rychlé rozšiřování úrokového diferenciálu oproti eurozóně výrazným posílením.

Graf 9 – Vývoj úrokových sazeb v období 2021–2022



Zdroj: ČNB (2023); vlastní zpracování

V roce 2022 byla česká ekonomika významně ovlivněna konfliktem na Ukrajině, který následoval po pandemii koronaviru a má rozsáhlé ekonomické důsledky doposud. Již na podzim 2021 došlo k prudkému zdražení elektřiny a zemního plynu na světových burzách, což se po vypuknutí ozbrojeného konfliktu na Ukrajině koncem února 2022 ještě zhoršilo. Růst cen spotřebního zboží a zvýšená nejistota vedly k výraznému poklesu důvěry domácností.

V reakci na extrémně vysoké inflační tlaky, zejména rychle rostoucí náklady českých firem způsobené především zvyšujícími se dovozními cenami, pokračovala Česká národní banka v dalším zpřísnění měnových podmínek. Hlavní úroková sazba dosáhla v červnu 2022 hodnoty 7 %, jednalo se o nejvyšší úroveň za posledních 20 let, načež na této úrovni zůstala po zbytek roku. Oproti předchozímu roku se jednalo o celkové navýšení o 3,25 procentního bodu. Co se týče diskontní sazby, ta byla rovněž rekordně zvýšena o celkových 3,15 procentního bodu, na 6 % a totožné celkové zvýšení bylo provedeno u lombardní sazby na rovných 8 %. Současně během roku 2022 provedla centrální banka příležitostné intervence

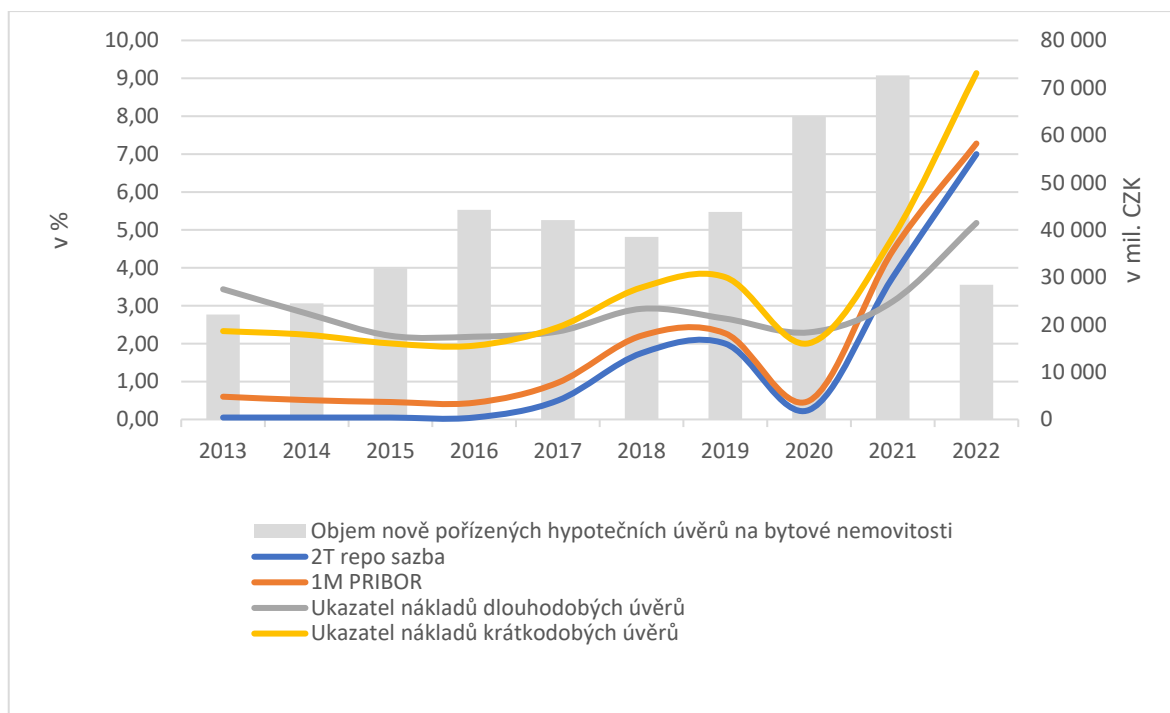
na devizovém trhu, aby omezila nadměrné výkyvy u kurzu koruny. Je důležité zmínit, že Česká národní banka na konci roku vykázala účetní ztrátu ve výši 412 mld. Kč z důvodu nutných operací na volném trhu za situace vysokých úrokových sazeb a správy devizových rezerv, spolu s poklesem cen dluhopisů a akcií. Posílení kurzu koruny na konci téhož roku ztrátu centrální banky jen umocnilo. Oživení ekonomiky po pandemii postupně ztratilo na síle, a česká ekonomika ve druhé polovině roku 2022 vkročila do mírné recese.

Kurz koruny na konci února roku 2022 prudce oslabil v reakci na vypuknutí války na Ukrajině, překročil hranici 25,5 CZK/EUR. Česká národní banka zasáhla intervencemi na devizovém trhu, což brzy vrátilo korunu na přibližnou úroveň 24,5 CZK/EUR. Ačkoli potřeba zásahů postupně klesala, další intervence probíhaly ještě v květnu, následně centrální banka od této činnosti upustila s tím, že v případě velkého výkyvu je na tuto situaci připravena reagovat. V závěru roku 2022 začala koruna vlivem trhu opět posilovat a dosáhla hodnot oscilující hodnotu 24 CZK/EUR, což bylo nejsilnější kurzové stanovisko od roku 2011. V kontextu vysoké inflace bylo posílení koruny významné, jelikož pomáhalo tlumit inflační tlaky tím, že snižovalo náklady na import, včetně energetických surovin.

Objemy nově pořízených hypotečních úvěrů na bytové nemovitosti v jednotlivých letech od roku 2013 jsou zachyceny na grafu č. 10, spolu s dvoutýdenní repo sazbou a ukazatelem nákladů úvěrů. Z grafu lze konstatovat, že při zvýšení dvoutýdenní repo sazby na základě aktuální situace v české ekonomice, spojené s vyšší inflace, následně klesaly objemy pořízených hypotečních úvěrů. Nicméně tento trend byl narušen v roce 2021, kdy všechny uvedené ukazatele byly na nejvyšších hodnotách a objem nově pořízených hypotečních úvěrů přesahoval rekordních více jak 70 mld. Kč. Tato situace byla způsobená nárůstem pořizovacích cen nemovitostí, jelikož poptávka po nemovitostech razantně převyšovala jejich nabídku. Meziroční nárůst cen nemovitostí v roce 2021 oproti předchozímu roku byl ve výši 18,32 %, což taktéž ovlivnilo nárůst celkového objemu hypotečních úvěrů. S pokračujícím nárůstem míry inflace v roce 2022 a razantním navýšením úrokových sazeb, nastal zlom v objemu pořizovaných hypotečních úvěrů o více jak polovinu. V této souvislosti lze konstatovat, že s určitým zpožděním se nárůst základních

úrokových sazeb projevily snížením objemu nově sjednaných hypotečních úvěrů – a jejich míry zadlužení.

Graf 10 - Vývoj hypotečních úvěrů, 2T repo sazby, 1M PRIBOR a ukazatele nákladů úvěrů v období 2013 - 2022



Zdroj: ČSÚ ARAD (2023); vlastní zpracování

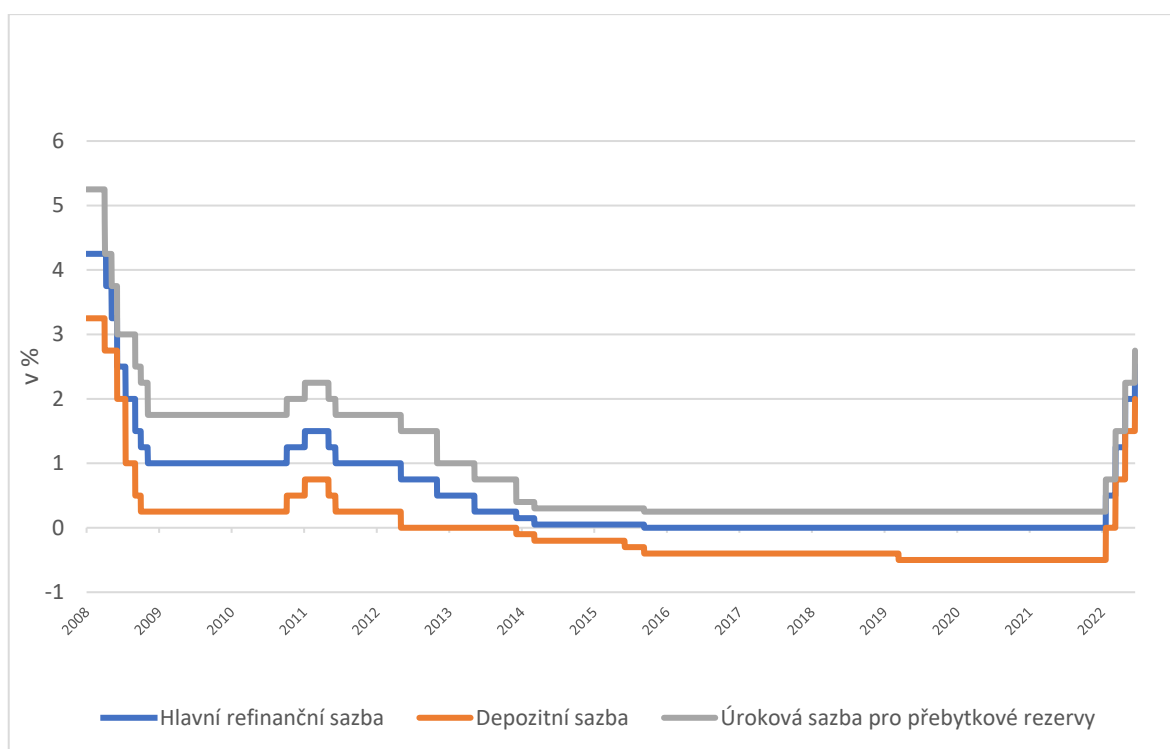
4.3.2 Vývoj úrokových sazeb ECB

Úrokové sazby jako hlavní nástroj měnové politiky představují tyto i v případě Evropské centrální banky (2023). Jedná se soubor tří základních úrokových sazeb centrální banky, které stanovuje Rada guvernérů a mezi které zahrnuje úrokovou sazbu pro hlavní refinanční operace (dále „hlavní refinanční sazba“). V těchto operacích si banky mohou na týdenní bázi od ECB půjčovat prostředky proti zajištění za předem stanovenou úrokovou sazbu. Mezi základní úrokovou sazbu ECB zahrnuje rovněž sazbu pro vkladovou facilitu (dále „depozitní sazba“), kterou mohou banky využívat k ukládání jednodenních vkladů za předem stanovenou sazbu, a která je nižší než hlavní refinanční sazba. Opačně sazba pro přebytkové rezervy, která doplňuje trio základních úrokových sazeb, nabízí bankám jednodenní úvěr za předem stanovenou úrokovou sazbu a jejíž sazba je vyšší než hlavní refinanční sazba. Depozitní sazba a sazba pro přebytkové rezervy určují dolní a horní hranici

úrokové sazby, za kterou si banky navzájem poskytují jednodenní úvěry. Tím se vytváří koridor úrokových sazeb pro peněžní trhy.

V následujících kapitolách vývoje úrokových sazeb ECB v jednotlivých obdobích vychází všechny informace z databáze Evropské centrální banky (2023) a Statistického úřadu Evropské unie (2023).

Graf 11 - Úrokové sazby ECB v období 2008–2022



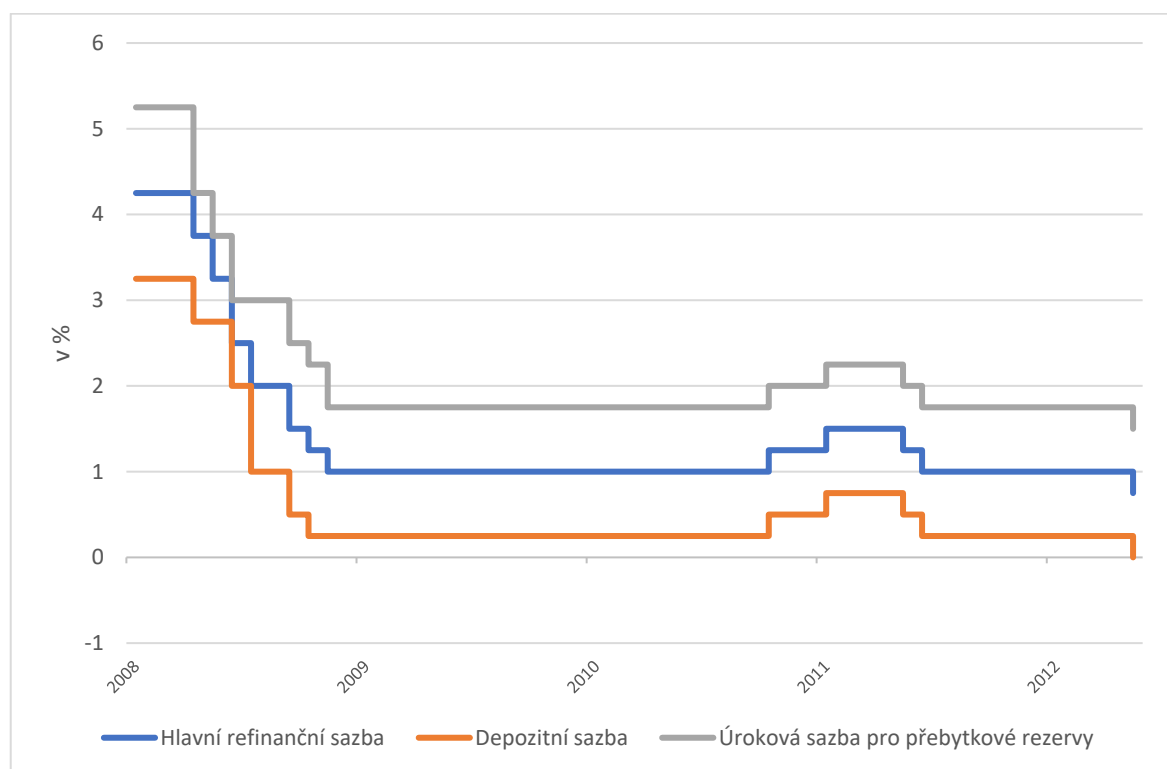
Zdroj: ECB (2023); vlastní zpracování

Úrokové sazby ECB v období 2008–2012

I přesto, že turbulentní situace spojená s nejistotou na finančních trzích, která nastala v polovině roku 2007, Rada guvernérů ECB ponechávala základní úrokové sazby v první polovině roku 2008 beze změny. V průběhu roku 2008 měly inflační tlaky v eurozóně rostoucí charakter, v důsledku rychlého nárůstu cen hlavně průmyslových komodit (např. ropa, zemní plyn) na světových trzích, které představovaly velkou hrozbu pro trh práce. Převážně z důvodu vzrůstající obavy nárůstu možných sekundárních efektů, např. pokles

reálných mezd či změny v nabídce/poptávce po pracovních místech. Za účelem udržení cenové stability eurozóny a zmírnění proinflačních rizik, v červenci Rada guvernérů ECB navýšila hlavní refinanční sazbu o 0,25 procentního bodu na hodnotu 4,25 %. Tato rizika nadále převládala ve druhém čtvrtletí téhož roku, což udržovalo nejistotu budoucího vývoje ekonomiky velmi vysoko, obzvláště z důvodu značné volatility cen komodit. Nicméně na podzim roku 2008 inflace vlivem poklesu cen těchto komodit, zejména ropy a červencovým navýšením úrokových sazeb zaznamenala pokles, avšak růstové faktory (např. náklady na práci) byly stále významné. V návaznosti na vyhlášení o snížení měnověpolitických úrokových sazeb světově významných centrálních bank (Federální rezervní systém, Bank of Canada, Bank of England) došla ECB ke stejnému úsudku a ve zbylém období roku 2008 snížila hlavní refinanční sazbu o celkových 1,75 procentního bodu, na konečnou hodnotu 2,5 %. Toto výrazné snížení zmiňované úrokové sazby bylo přijato na celkově třech zasedání Rady guvernérů ECB. Depozitní sazba ke konci roku dosahovala hodnoty 2 % a úroková sazba pro přebytkové rezervy 3 %. Následující rok 2009 představoval postupné snižování úrokových sazeb, jak lze posoudit z grafu č. 12.

Graf 12 – Vývoj úrokových sazeb ECB v období 2008–2012



Zdroj: ECB (2023); vlastní zpracování

Na jednotlivých zasedání Rady guvernérů ECB v průběhu ledna až května, došlo k rozhodnutí snížit hlavní refinanční sazby na 1 %, o celkového 1,50 procentního bodu, depozitní sazby o celkových 0,75 procentního bodu, na 0,25 % a na konečnou hodnotu 1,75 %, o celkových 0,75 procentního bodu u sazby pro přebytkové rezervy. Ty se ocitly na nejnižší úrovni za posledních deset let. Příčinou takového razantního snížení úrokových sazeb bylo důsledkem zmírnění tlaků cenových, mzdových a nákladových nákladů?. ECB se v souvislosti na výše zmíněné snížení úrokových sazeb zaměřila na podporu úvěrové činnosti a v druhé polovině roku 2009 poskytla komerčním bankám prostřednictvím dlouhodobých refinančních operací likviditu se splatností na jeden rok. Primární myšlenkou těchto operací bylo vytvoření tlaku na banky s cílem zajistit snížení úrokových sazeb bankovních úvěrů poskytovaných veřejnosti. Rok 2010 byl z pohledu výše úrokových sazeb stagnačním. Průměrná inflace činila 1,6 %, což bylo relativně v souladu s cílem ECB. Hospodářský růst zemí eurozóny vykazoval kladné hodnoty. Na základě uvedených skutečností Rada guvernérů ECB ponechala hodnoty sazeb beze změny. Ačkoliv se země eurozóny zotavovaly z celosvětové finanční krize v roce 2008, nutné zmínit, že konec roku 2010 přinesl opětovné napětí, tentokrát na dluhopisových trzích. Důvodem byla narůstající obava o veřejné finance a jejich udržitelnost, především v Řecku, kde výnosy státních dluhopisů dosahovaly vysokých hodnot.

V roce 2011 eurozóna zažívala pozitivní ekonomický růst. Centrální banka očekávala, že růst světové ekonomiky a její měnová politika podpoří export. Vývoj cen komodit přispěl k rostoucímu tlaku na inflaci a ceny vstupních faktorů ve výrobním procesu zaznamenaly růst. Na jaře téhož roku Rada guvernérů ECB deklarovala možné navýšení úrokových sazeb k zamezení naplnění proinflačních tlaků a zajištění cenové stability. Na zasedání guvernérů eurozóny dne 7. dubna 2011 bylo představeno navýšení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu, po téměř dvouletém udržování sazeb na historicky nízké úrovni. Ke stejnému navýšení došlo na dalším zasedání Rady guvernérů ECB. Hlavní refinanční sazba dosáhla v červenci hodnoty 1,50 %, depozitní sazba 0,75 % a hodnotu 2,25 % dosáhla sazba pro přebytkové rezervy. Měnová politika ECB se těmito kroky orientovala na podporu ekonomického růstu a nabídky na trhu práce. Trvání tlaků na růst cen způsoboval nadále rostoucí vývoj cen komodit. Závažná situace na finančním trhu zemích eurozóny vedla ECB v druhé polovině roku 2011 k přijmutí řady mimořádných měnověpolitických

opatření. Do této doby bylo napětí na trzích státních dluhopisů především situováno v Řecku, Irsku a Portugalsku. Nicméně neklidná situace se začala projevovat rovněž v zemích s větší ekonomikou, a to konkrétně v Itálii a Španělsku. Tento vývoj odrážel problémy v oblasti udržitelnosti státního dluhu, nejistoty ve výhledu světového ekonomického růstu a také nejistoty ohledně finanční podpory pro země, které byly nejvíce postiženy dluhovou krizí, včetně možného zapojení soukromého sektoru. Toto napětí na trzích státních dluhopisů mělo významný dopad i na peněžní trh v eurozóně. Celá situace naznačovala, že eurozóna čelí značným výzvám v oblasti fiskální stability a finanční stability, což vyžadovalo intervence centrální banky. Ta snížila ve třetím a čtvrtém kvartálu úrokové sazby o celkových 0,50 procentního bodu. Hlavní refinanční sazba byla na hodnotě 1 %. Po půl roční odmlce ECB rozhodla v červenci roku 2012 o dalším snížení úrokových sazeb, a to o 0,25 procentního bodu. Důvodem k tomuto kroku bylo zmírnění negativního dopadu napětí na finančních trzích, které se propisovalo do ekonomického a měnového vývoje v zemích eurozóny. Rozhodnutí bylo podloženo tím, že inflační tlaky postupně ustupovaly a docházelo ke zpomalení hospodářské aktivity. V důsledku tohoto rozhodnutí se základní úrokové sazby ECB pohybovaly ve sledovaném období na historicky nízkých úrovních. Konkrétně byla sazba pro hlavní refinanční operace 0,75 %, zatímco mezní vkladová a zápůjční facility měly sazby 0,00 % a 1,50 %. Toto snížení úrokových sazeb bylo jedním z nástrojů, které ECB použila k podpoře hospodářského růstu a zvládnutí finanční nestability, která v tomto období ovlivňovala ekonomiku zemí eurozóny. Je nutné podotknout, že nízké úrokové sazby mohou stimulovat poptávku po půjčkách a investicích a také snižovat náklady na úvěry, což může pomoci hospodářství.

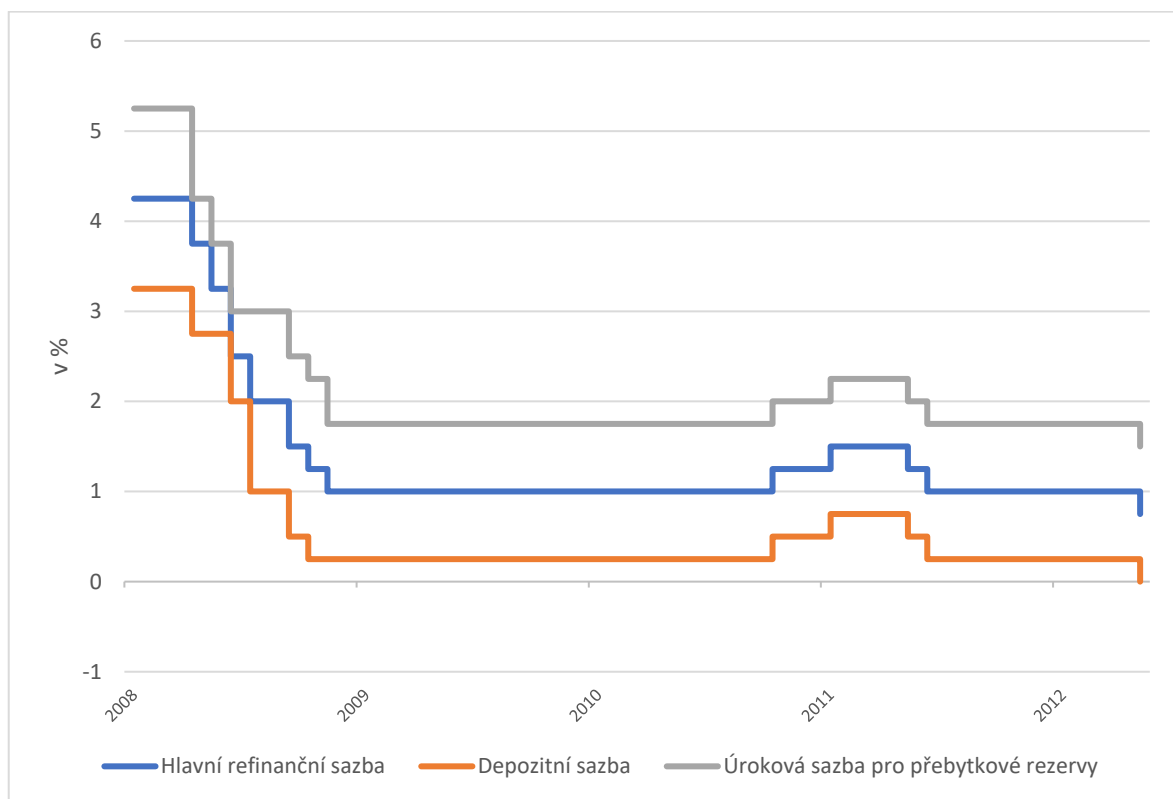
Úrokové sazby ECB v období 2013–2017

Vzhledem k opatření, která byla provedena centrální bankou a popsána v předchozí podkapitole se situace v jednotlivých ekonomikách a hlavně na finančních trzích relativně zklidnila. Inflace v průběhu roku 2013 měla klesající charakter a její průměrná hodnota za tento rok činila 1,4 %, což představovalo optimální hodnotu dle cíle ECB udržet míru inflace pod dvouprocentní hladinou. Ve srovnání s rokem 2012, kdy její meziroční hodnoty se pohybovaly v rozmezí 2,7 – 2,2 % (průměr: 2,5 %), se jednalo o pokles ve výši téměř jednoho procentního bodu. Tento fakt potvrzuje skutečnost, že docházelo k výraznému poklesu cen energií a potravin. Rada guvernérů ECB v průběhu roku 2013 pokračovala

v trendu snižování úrokových sazeb. Hodnota sazby pro přebytkové rezervy byla celkově snížena o 0,75 procentního bodu, na 0,75 %, a změnou hlavní refinanční sazby o 0,50 procentního bodu dosáhla tato sazba na hodnotu 0,25 %. Tato rozhodnutí byla reakcí na nízké cenové tlaky a snahu stimulovat ekonomický růst. V následujícím roce 2014 přijala centrální banka opatření, mj. snížení a udržení úrokových sazeb na efektivní spodní hranici. Základem tohoto opatření bylo zajištění příznivých úvěrových podmínek pro firmy a domácnosti v zemích eurozóny. V rámci výše uvedeného byla úroková sazba pro hlavní refinanční operace, spolu s depozitní sazbou snížena o celkových 0,20 procentního bodu, v případě hlavních refinančních operací dosáhla sazba konečných 0,05 % a depozitní sazba se snížila na zápornou hodnotu, tj. -0,20 %. Úroková sazba pro přebytkové rezervy byla rovněž snížena na konečnou hodnotu 0,30 %, o 0,45 procentního bodu. Stanovení hodnoty depozitní sazby do záporné hodnoty mělo u bank vyvolat ochotu obchodovat na mezibankovních trzích a zajistit tak jejich dostatečné fungování. Tento trend lze pozorovat na grafu č. 13. Dominovým efektem došlo rovněž ke snížení forwardových sazeb³.

³ Cena, za niž je cizí měna nakoupena nebo prodána s dodáním a placením k určitému dni v budoucnu.

Graf 13 – Vývoj úrokových sazeb ECB v období 2013–2017



Zdroj: ECB (2023); vlastní zpracování

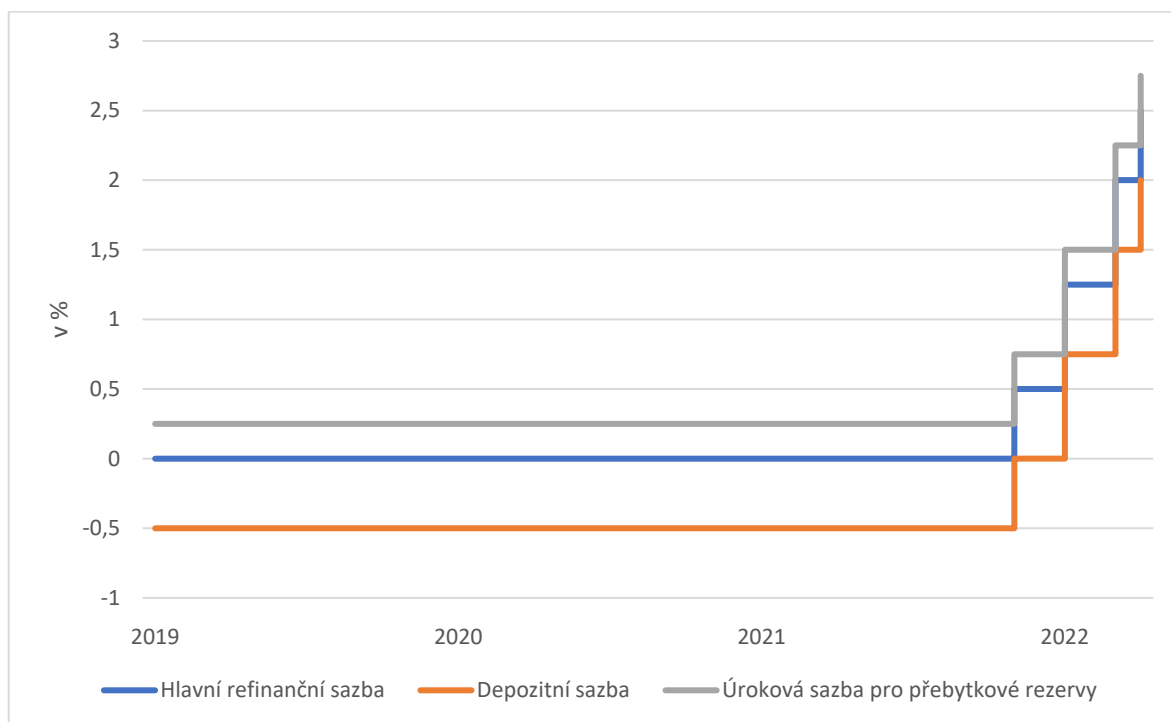
V roce 2015 se země eurozóny nacházely nadále v prostředí nízkých až záporných úrokových sazeb a velmi nízké inflace. Ekonomika eurozóny byla vystavena třem významným rysům v mezinárodním prostředí, které zahrnovaly rostoucí nerovnoměrnost v ekonomické aktivitě mezi rozvinutými a rozvíjejícími se tržními ekonomikami, historicky nízkým růstem světového obchodu a mírným tlakem na růst cen průmyslových komodit, což bylo dáno dalším poklesem cen energie a stále výrazným přebytkem produkční kapacity. Centrální banka ponechala úrokové sazby na hodnotách předchozího roku s tím, že hodnotu depozitní sazby snížila o 0,1 procentního bodu na -0,3 %. Nižší růst ekonomické produktivity a dlouhotrvající demografické změny spojené s post-finanční krizí, kdy docházelo souběžně ke snižování zadluženosti a přebytku plánovaných úspor nad plánovanými investicemi a spotřebními výdaji jednotlivých zemí, byl důsledkem další změny hodnot úrokových sazeb v roce 2016. Depozitní sazba byla stejně jako v předchozím roce snížena o 0,1 procentního bodu a její hodnota se tak prohloubila na -0,4 %. Zbylé sazby byly sníženy o 0,5 procentního bodu. Hlavní refinanční sazba dosáhla nulové

procentní hodnoty a sazba pro přebytkové rezervy hodnoty 0,25 %. Tímto krokem centrální banka nadále cílila na udržení cenové stability a současně se zaměřovala na podporu nominálního růstu v eurozóně, načež by postupným oživením ekonomiky směřovaly úrokové sazby k růstu. Měnověpolitické úrokové sazby zůstaly v roce 2017 v nezměněné podobě s tím, že Rada guvernérů ECB na svém říjnovém zasedání deklarovala, že jejich hodnoty očekává stabilní na těchto hodnotách po delší dobu.

Úrokové sazby ECB v období 2018–2022

Hospodářský růst v eurozóně v roce 2018 ztrácel svoji dynamiku. Důvodem bylo oslabení světového obchodu, který byl ovlivňován negativně zejména průmyslovou výrobou. Obrat nastal na trhu s energiemi, jelikož ceny těchto začaly růst. To se odrazilo na inflaci, která v tomto roce dosahovala hodnoty 1,7 % a přibližovala se k cíli centrální banky. Podpora dosažení inflace kolem 2 % hodnoty následovala ze strany ECB i v roce 2019 a v září téhož roku Rada guvernérů ECB, která následovala stanovený vývoj úrokových sazeb, dokud se inflace nepřiblíží hodnotě 2 %, rozhodla o snížení depozitní sazby o 0,10 procentního bodu na -0,50 %. Ostatní sazby byly ponechány na hodnotách předchozího roku, a to i přes již celosvětově rozšířenou pandemickou krizi. V roce 2020, kdy pandemie COVID-19 dosáhla svého vrcholu, ekonomika eurozóny vykazovala mírný růst, ovšem tlumený globální nejistotou v mezinárodním obchodu. Přítomnost ekonomických otřesů přimělo centrální banku ponechat hodnoty úrokových sazeb na nezměněných hodnotách a zajistit stabilitu a jistotu v období velké nejistoty. Ponechání nízkých úrokových sazeb mělo za cíl podpořit ekonomiku a snížit náklady na půjčky pro firmy a domácnosti. Současně se inflace, jejíž hodnota za rok 2020 dosáhla 0,3 %, nacházela pod cílovou hodnotou ECB, a proto udržení nízkých úrokových sazeb bylo také nástrojem k podpoře růstu cen a přibližování se k stanovenému inflačnímu cíli. Pandemie COVID-19 významně ovlivňovala hospodářský vývoj v eurozóně taktéž v roce 2021. Vzhledem k rostoucím hodnotám počtu nakažených osob a s tím související zpřísnování protiepidemických opatření došlo k prohlubování nejistoty budoucího ekonomického vývoje a celé společnosti. Inflace dosáhla za rok 2021 průměrné hodnoty 2,6 %, což představovalo navýšení oproti předchozímu roku o 2,3 procentního bodu. Pro zachování příznivých podmínek financování nebyly v tomto roce úrokové sazby nijak změněny.

Graf 14 – Vývoj úrokových sazeb ECB v období 2018–2022



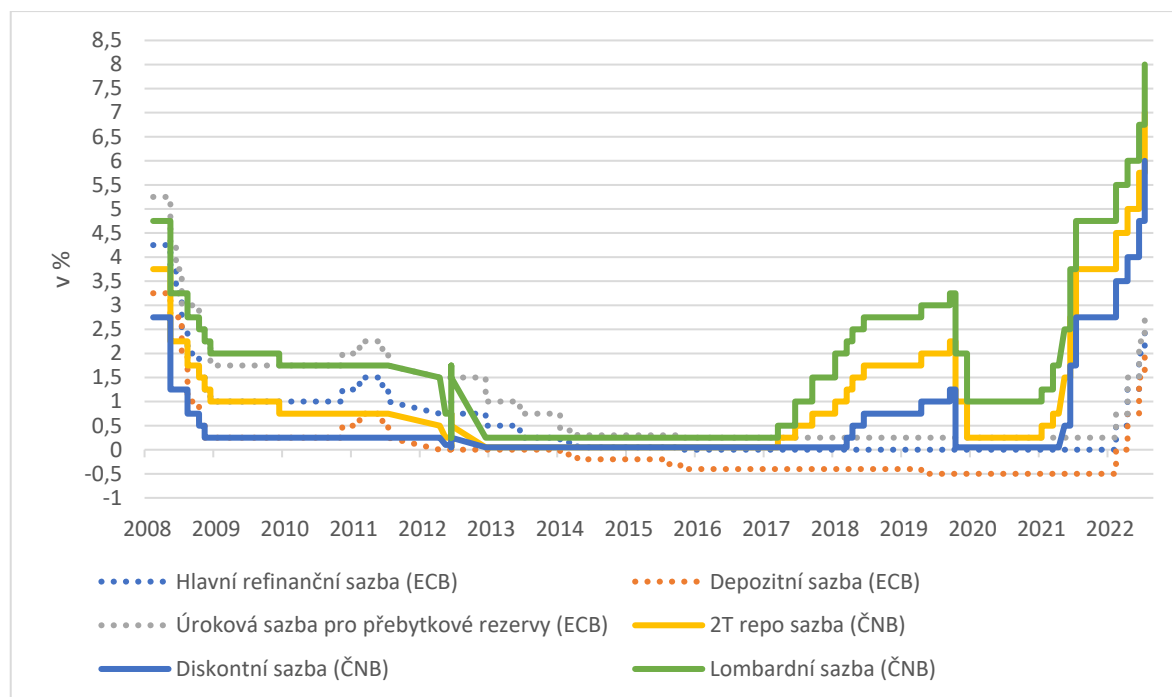
Zdroj: ECB (2023); vlastní zpracování

Velký zlom nastal v roce 2022, kdy počátkem téhož roku vlivem ruské invaze na Ukrajinu vzrostla geopolitická nejistota, která měla negativní vliv na hospodářský růst zemí eurozóny a s tím spojené skokové změny úrokových sazeb ECB, které jsou znázorněny na grafu č. 14. Důsledkem tohoto konfliktu došlo k mohutnému navýšení cen komodit a jejich volatilitě, které se následně promítly do cen energií a potravin. Inflace skokově vzrostla o 5,8 procentního bodu, tj. na hodnotu 8,4 % a mnohonásobně překročila střednědobý inflační cíl centrální banky. V této souvislosti Rada guvernérů ECB na svém červencovém zasedání rozhodla o navýšení základních úrokových sazeb o 0,50 procentního bodu, a to včetně depozitní sazby, která opustila záporné hodnoty a její výše měla nulovou hodnotu. Hlavní refinanční sazba byla po tomto zasedání navýšena na hodnotu 0,5 % a úroková sazba pro přebytkové rezervy na 0,75 %. Na zářijovém zasedání došlo k dalšímu navýšení sazeb o 0,75 procentního bodu. Toto navýšení odráželo pokračující mimořádnou situaci v eurozóně a snahu o omezení zesíleného inflačního tlaku, zejména vlivem rostoucích cen energií a potravin anebo poptávkových tlaků z důvodu nastartování ekonomiky po pandemické krizi. Depozitní sazba představovala hodnotu 0,75 %. Ostatní sazby převýšily hodnotu 1 %.

Rada guvernérů ECB rovněž deklarovala navýšení úrokových sazeb na svých dalších zasedání v druhém pololetí roku 2022, právě s cílem snížení poptávkových šoků. K tomuto kroku centrální banka přistoupila ihned měsíc na to, tj. v říjnu, kdy navýšila úrokové sazby o totožnou výši. Na hodnotu 2,25 % se dostala úroková sazba pro přebytkové rezervy. Hlavní refinanční sazba byla ve výši rovných 2 % a depozitní sazba se po více jak deseti letech vyšplhala nad hodnotu 1 %, přesněji 1,50 %. Vzhledem k tomu, že meziroční míra inflace na podzim téhož roku dosahovala dvouciferných hodnot a Rada guvernérů ECB neočekávala brzké navrácení míry inflace na hranici inflačního cíle, rozhodla na svém čtvrtém prosincovém zasedání o půl procentním navýšení úrokových sazeb. Hodnoty úrokových sazeb se následně pohybovaly v rozmezí 2 % až 3 %. V případě, že by inflace přetrvávala na stejných či vyšších hodnotách, Rada guvernérů ECB avizovala případné další navyšování úrokových sazeb do výše, jež odpovídá dostatečnému restriktivnímu charakteru.

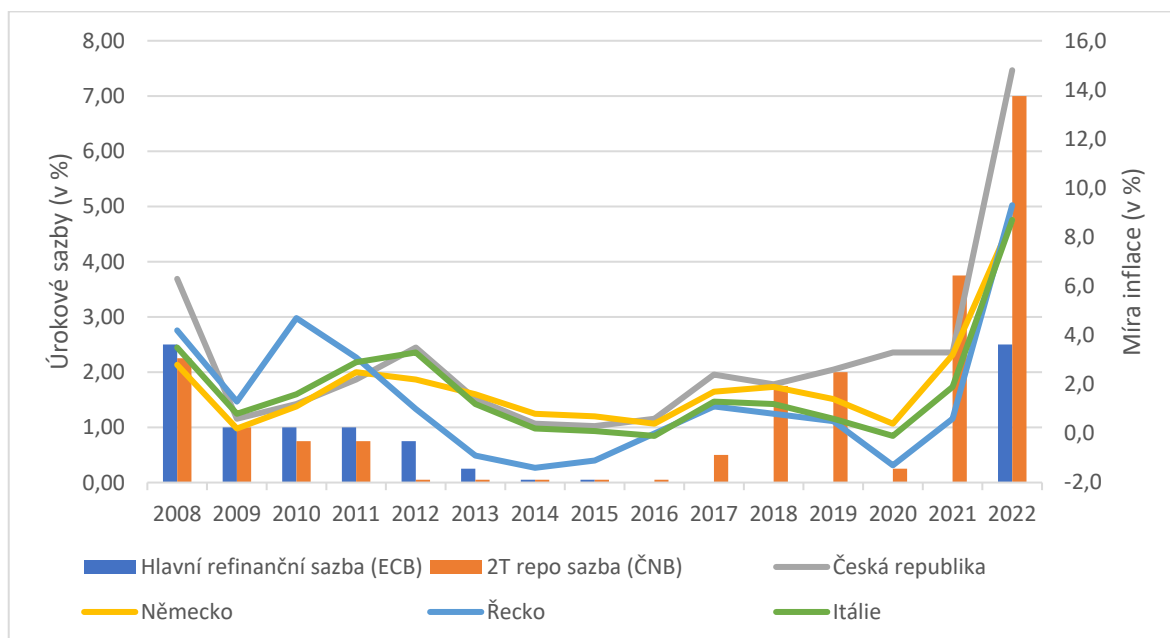
Srovnání změn úrokových sazeb sledovaných centrálních bank a vývoje inflace je zobrazen v následujících grafech.

Graf 15 – Úrokové sazby ČNB a ECB v období 2008–2022



Zdroj: ČNB (2023), ECB (2023); vlastní zpracování

Graf 16 - Míra inflace v České republice a ve vybraných zemích eurozóny a hlavní úroková sazba ČNB a ECB



Zdroj: Eurostat (2023); vlastní zpracování

Shrnutí:

Obě centrální banky v průběhu finanční krize reagovaly na danou situaci totožně. Po navýšení úrokových sazeb v roce 2008 následovalo jejich strmé snižování až na tzv. technickou nulu. Těmito kroky centrální banky podpořily oživení jednotlivých ekonomik po jejich útlumu v důsledku finanční krize. Zajímavým shledávám činnost ECB, která reagovala na situaci v období 2013 – 2016, kdy inflace dosahovala až nulových hodnot, snížením depozitní sazby do záporné hodnoty a tím podpořila obchodování komerčních bank na mezibankovních trzích. Oproti tomu ČNB ponechala základní úrokové sazby na nejnižších možných kladných sazbách a orientovala se na využití kurzu jako nástroje své měnové politiky v boji proti deflačním tlakům a udržení cenové stability. ČNB po opuštění kurzového závazku spolu s hospodářským růstem v roce 2017 navýšila po dlouhé odmlce své úrokové sazby, neboť inflace převýšila dvouprocentní inflační cíl, byť se nadále pohybovala v tolerančním pásmu. V důsledku pandemické krize, spolu s válečným konfliktem na Ukrajině došlo k rapidnímu nárůstu inflace v zemích eurozóny. V České republice byl tento nárůst až dvojnásobný. Centrální banky na tuto situaci reagovaly navýšením úrokových sazeb, kdy v případě úrokových sazeb ČNB se jednalo o historické

navýšení, převyšující hodnoty v době finanční krize v roce 2008. Na toto navýšení zareagovaly obchodní banky navýšením svých úrokových sazeb, což mělo lavinový efekt a změnu v myšlení českých domácností. Ty výrazně omezily sjednávání nových hypotečních úvěrů. Měnová politika ECB nebyla v tomto směru tak restriktivní. Základní úrokové sazby ECB sice navýšila, ale dle mého názoru nepříliš dostatečně; navýšené sazby se ocitly na polovičních hodnotách ve srovnání s obdobím finanční krize v roce 2008. Obchodní banky v eurozóně nebyly nuceny své úrokové sazby nijak vehementně zvyšovat. Tento krok tak působil více proinflačně.

4.4 Komunikace s veřejností

Nedílnou součástí řízení jakékoli organizace, včetně subjektů veřejné správy je rovněž komunikace s veřejností, jelikož v případě centrální banky je vysoká informační otevřenost přirozeným způsobem, jak ovlivňovat očekávání a zvyšovat věrohodnost měnové politiky, neboť má veřejnost možnost si ověřit, že jednání centrální banky je smysluplné a v souladu s jejím zákonným mandátem, který vychází ze zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů. ČNB do zákonného mandátu přiřazuje, jak uvádí na své internetové stránce, péči o cenovou stabilitu, péči o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému, emitování bankovek, mincí a řízení peněžního oběhu a zúčtování bank a v neposlední řadě vykonávání dohledu nad osobami působících na finančním trhu. (Česká národní banka, 2023)

Obecně je velmi důležité, aby centrální banky o svých počínání nejen mluvily, ale rovněž jej vysvětlovaly široké veřejnosti a navyšovaly tak povědomí a informovanost veřejnosti o svých strategiích. Komunikace se tak za poslední desetiletí stala nedílnou součástí moderního centrálního bankovníctví. Od propuknutí finanční krize v roce 2008 a zvýšením komplikovanosti monetární politiky, kladou centrální banky velký důraz na způsob komunikace k veřejnému prostoru jak u svých dlouhodobých cílů, tak krátkodobých či střednědobých výhledů ekonomického vývoje příslušné země. Centrální banka informuje veřejnost a finanční trh o svých krocích prostřednictvím mnoha informačních kanálů, zejména prostřednictvím rozhlasových médií.

V souvislosti s tím, že ČNB přešla v roce 1998 k přímému cílování inflace, se komunikace stala významnou součástí její činnosti. Jednou ze základních složek její komunikace je publikování čtvrtletní Zprávy o měnové politice, toho času Zpráva o inflaci, ve které popisuje nejen výhled domácí a zahraniční ekonomiky, ale také rozhodnutí bankovní rady formou úvah o rizicích a nejistotách jí vydaných prognóz.

V návaznosti na měnověpolitické zasedání bankovní rady jsou pravidelně pořádány tiskové konference, avšak jejich četnost závisí na aktuální situaci a událostech na finančních trzích, na kterých příslušný guvernér národní banky popisuje veřejnosti, zejména přítomným

akreditovaným novinářům, aktuální hospodářskou situaci a interpretuje svá rozhodnutí, která souvisí s měnovou politikou a finanční regulací na základě rozhodnutí bankovní rady. Zásadním podkladem při rozhodování o současném nastavení úrokových sazeb je mimo jiné prognóza o budoucím vývoji české ekonomiky, kterou banka vydává na konci každého kvartálu. Tentýž den je následně vydána tisková zpráva, která obsahuje stručný souhrn informací, které zazněly na uvedených tiskových konferencích. V případě mimořádné situace na finančních trzích či v ekonomice, v souvislosti s regulací nebo na základě své potřeby ČNB svolává mimo plán tiskové konference zahrnující aktuální změny v sektoru. Centrální banka rovněž vydává oficiální prohlášení bankovní rady, ve kterých jsou podrobně vysvětleny rozhodnutí banky ohledně výše uvedených záležitostí. Tyto zprávy jsou publikovány v souvislosti s konkrétními rozhodnutími a veřejnosti volně dostupné na internetové adrese ČNB v sekci Měnová politika > Rozhodnutí bankovní rady. Ačkoliv jsou veškeré informace o činnosti a jednotlivých rozhodnutích centrální banky volně dostupné na internetu, běžný občan je o uvedených skutečnostech taktéž informován prostřednictvím veřejnoprávních či komerčních médií.

ECB využívá taktéž mnoho komunikačních nástrojů, které jsou klíčové pro zajištění jejich komunikace s veřejností a úspěšné implementování měnové politiky. Primárním zaměřením je transparentnost, jelikož otevřená komunikace umožňuje veřejnosti a dalším subjektům lépe pochopit rozhodnutí, která centrální banka činí. To napomáhá vnímat centrální banku jako důvěryhodnou instituci. V této souvislosti je následně lépe dosaženo větší efektivity měnové politiky, a to právě díky porozumění investorů a občanů, kteří lépe reagují na změny a přizpůsobují tak své schování v souladu s cíli centrální banky. Prostředníkem mezi centrální bankou a veřejností jsou novináři, kteří zprostředkovávají informace prezentované a diskutované na pravidelných tiskových konferencích, které jsou pořádány po prvním zasedání Rady guvernérů ECB daného měsíce. Prezident ECB a další členové Rady guvernérů poskytují informace o rozhodnutích týkajících se měnové politiky a odpovídají na otázky novinářů. Komunikace s médii na těchto tiskových konferencích umožňuje centrální bance udržovat otevřený dialog s veřejností. Odpovědi na otázky novinářů a sdílení informací prostřednictvím těchto médií podporují porozumění a posílení vztahů s občany eurozóny. Nutné doplnit, že Prezident ECB a další členové Výkonné rady se rovněž účastní veřejných slyšení před Evropským parlamentem, kde prezentují

a vysvětlují politiku ECB a odpovídají na otázky poslanců. Členové rozhodovacích orgánů ECB poskytují rozhovory novinářům mimo jiné i na různých fórech po celém světě, kde se vyjadřují k rozsáhlejším tématům týkajících se centrálního bankovníctví či finančního systému. Dalším důležitým zdrojem informací pro veřejnost je měsíční bulletin, který obsahuje podrobný popis hospodářského vývoje v eurozóně a tiskové zprávy související s aktuální činností ECB. Výsledky výzkumu a analýz provedených centrálními bankami, a které slouží k prohloubení znalostí o ekonomických otázkách a politice, jsou obsaženy v publikacích tzv. „working papers“ a „occasional papers“. Výše zmíněné materiály, včetně statistických údajů jsou k dispozici na internetových stránkách ECB a ostatních centrálních bank zemí eurozóny. Tato kombinace nástrojů umožňuje ECB a národním centrálním bankám efektivně komunikovat s veřejností, investory a dalšími zúčastněnými stranami, což přispívá k větší transparentnosti, porozumění a důvěryhodnosti měnové politiky.

5 Závěr

Vytvářet a implementovat měnovou politiku v souladu s cíli ekonomické stability a růstu jsou klíčovými prvky hospodářské politiky ve vyspělých zemích. Velké světové krize jakožto finanční krize v roce 2008, pandemická krize v roce 2020 a následně válečný konflikt na Ukrajině ukázaly, že vzájemné propojení a závislost ekonomických, politických či kulturních aspektů mezi Českou republikou, respektive států Evropské unie a ostatními státy světa jsou velmi velké. Díky tak silné provázanosti států může krize v jednom státě, snadno vyústit v krizi celosvětovou a omezit tak ekonomickou aktivitu státu druhého. Aby dopad těchto vnějších vlivů byl na ekonomickou aktivitu výše uvedených států, co nejmenší, mají centrální banky za úkol udržovat cenovou stabilitu, podporovat plnou zaměstnanost a zajistit stabilitu finančního sektoru, právě prostřednictvím nastavování úrokových sazeb či regulací peněžní zásoby. Česká republika si udržuje svou vlastní národní měnu, což umožňuje ČNB implementovat svou měnovou politiku v režimu cílování inflace. Evropské státy, které jako hlavní měnové platidlo využívají společnou měnu euro, jsou v případě monetární činnosti spravovány ECB, taktéž v režimu cílování inflace.

Hlavním cílem této diplomové práce bylo zhodnocení činností monetární politiky ČNB a ECB v kontextu aktuálních ekonomických výzev ve vytyčeném období, zvláště v době krizí. Stanoveného cíle bylo dosaženo ve vlastní části práce. Dílčím cílem této práce jsem si stanovil zpracování literární rešerše funkcí, cílů a nástrojů zmiňovaných centrálních bank, která jsem zpracoval v teoretické části práce. Mimoto jsem provedl v souladu s cíli analýzu důsledků měnové politiky.

Ve sledovaném období se monetární činnosti centrálních bank významně nelišily s tím, že mezi lety 2013 až 2016, v prostředí velmi nízké inflace blížící se k nulovým hodnotám byla reakce ECB odlišná oproti reakce ČNB. Centrální banky své úrokové sazby snižovaly a v případě ECB došlo ke snížení depozitní sazby až do záporných hodnot, avšak ČNB jejich příkladu nenásledovala. ECB tímto krokem zamýšlela podporu obchodování komerčních bank na mezibankovních trzích. Toto rozhodnutí ECB nakonec přineslo výhody vkladatelům tím, že podpořilo ekonomický růst a vytvořilo prostředí pro postupné zvyšování úrokových sazeb. Taktéž spotřebitelé a podniky nepřišli zkrátka, jelikož měli možnost si půjčovat

peníze za nižší náklady, což taktéž přispělo k podpoře hospodářského oživení. Hlavním důvodem zavedení záporných úrokových sazeb ECB bylo zvýšení inflačních tlaků, čemuž bylo dosaženo vzhledem k navrácení inflace k inflačnímu cíli ECB, kvituji tento krok v souvislosti s navýšením inflace jako zdařilý. Naopak ČNB ponechala úrokové sazby na minimálních kladných hodnotách a konvertovala na kurzovou politiku v boji proti deflačním tlakům. Tato reakce ČNB byla způsobena i tím, že Česká republika má vlastní měnu a mohla tohoto nástroje využít. Inflace tak byla udržena v obou případech nad nulovou hladinou.

V důsledku pandemické krize a válečného konfliktu na Ukrajině došlo k rapidnímu nárůstu inflace v České republice a zemích eurozóny, přičemž v České republice byl tento nárůst dokonce dvojnásobný. Reakce centrálních bank byla výrazná: ČNB provedla historické navýšení úrokových sazeb, což mělo kaskádový efekt na zvyšování sazeb obchodních bank, a změně chování českých domácností. Náklady na úvěry tak razantně vzrostly. Naopak měnová politika ECB nebyla tak restriktivní, nýbrž opatrnější, což se projevilo v mírnějším zvyšování základních úrokových sazeb a menšímu tlaku na zvyšování sazeb obchodních bank v eurozóně.

V teoretickém pohledu na měnovou politiku centrálních bank lze konstatovat, že výše popsaná opatření obou bank v době krizí reflektují klíčové principy, které centrální banky uplatňují. Opatření, jako například regulace úrokových sazeb, nástroje kvantitativní uvolňování a měnová intervence, jsou základními prostředky k dosahování cenové stability a podpory ekonomického růstu. V období krize se centrální banky často uchylují k nekonvenčním opatřením, jakými jsou záporné úrokové sazby či rozšířený nákup aktiv, aby stimulovaly ekonomiku a minimalizovaly negativní dopady krize.

Dle získaných poznatků a jak jsem již zmínil výše, klíčovou funkcí centrálních bank je především udržování celkové ekonomické stability v zemi, které dosahuje pomocí patričních nástrojů. Avšak nesmíme zapomínat ani na nezávislost centrálních bank, aby mohly rozhodovat o nastavené měnové politice bez politického tlaku. V případě narušení nezávislosti by mohla být měnová politika zneužita pro politické cíle vládnoucí strany. To by mělo za následek snížení důvěry veřejného mínění v centrální banku a mohlo by dojít k nárůstu inflace, neboť politicky motivované rozhodnutí v oblasti měnové politiky by

mohlo vést k neúčinným nebo nepřiměřeným opatřením. Tím by se zvýšilo riziko ztráty hodnoty měny a ekonomické stability s případným odlivem zahraničních investic. Tato situace by mohla také ovlivnit mezinárodní obchod a vztahy, neboť narušení nezávislosti centrální banky by vyvolalo obavy o spravedlivé a transparentní podmínky obchodu. Centrální banky by v případě politických zásahů do měnové politiky ztratily schopnost efektivně reagovat na aktuální ekonomické situace a možnost stabilizaci finančních systémů.

6 Citovaná literatura

BARÁK, Josef, 1998. *Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách: Zákon ČNR č. 6/1993 Sb., o České národní bance; První a druhá bankovní směrnice Evropských společenství*. Praha: Codex Bohemia. Aktualizovaná znění právních předpisů publikovaných ve Sbírce zákonů ČR. ISBN 80-85963-75-2.

BARÁK, Josef, 1998. *Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách: Zákon ČNR č. 6/1993 Sb., o České národní bance; První a druhá bankovní směrnice Evropských společenství*. Praha: Codex Bohemia. Aktualizovaná znění právních předpisů publikovaných ve Sbírce zákonů ČR. ISBN 80-85963-75-2.

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *20 let cílování inflace - informační list* [online]. 2018 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/publikace/download/fact_sheet_cilovani_inflace_A4_CZ_web.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Mandát České národní banky* [online]. [cit. 2023-09-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mandat-ceske-narodni-banky/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Nástroje měnové politiky* [online]. 2023 [cit. 2023-09-26]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *O ČNB* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2008* [online]. 2023 [cit. 2023-10-01]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2009* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2010* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2010.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2011* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2011.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2012* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2012.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2013* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2013.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2014* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2014.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2015* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2015.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2016* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2016.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2017* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2017.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2018* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2018.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2020* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2020.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2021* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2021.pdf

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva ČNB 2022* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2022.pdf

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Inflace, spotřebitelské ceny* [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/inflace_spotrebitelske_ceny

ČLÁNEK 283, SMLOUVA O FUNGOVÁNÍ EVROPSKÉ UNIE. *Smlouva o fungování Evropské unie* [online]. 2020 [cit. 2023-10-17]. Dostupné z: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/CS/ALL/?uri=CELEX:12016E/TXT>

Evropská centrální banka [online], 2009. 2009. Luxembourg: Imprimerie Centrale s.a. [cit. 2023-11-11]. ISBN 978-92-899-0385-1. Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/escb_cs_webcs.pdf

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, 2009. *Výroční zpráva ECB 2008* [online]. [cit. 2023-10-19]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008cs.pdf>

EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA, 2023. *Historie Hospodářské a měnové unie* [online]. [cit. 2023-10-16]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.cs.html>

FLEISCHMANN, Luboš, 2022. *Evropská hospodářská a měnová unie v souvislostech*. GRADA Publishing. ISBN 978-80-271-1026-1.

HOLMAN, Robert, 2011. *Ekonomie*. 5. vyd. V Praze: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-006-5.

HRNČÍŘ, Miroslav, 2010. *Měnová teorie a politika*. Praha: Vysoká škola finanční a správní. Eupress. ISBN 978-80-7408-033-3.

JANÁČEK, Kamil, 2020. *Jsou centrální banky za zenitem své slávy?* Praha: Institut Václava Klause. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-7542-059-6.

JANÁČEK, Kamil, 2020. *Jsou centrální banky za zenitem své slávy?* Praha: Institut Václava Klause. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-7542-059-6.

JÍLEK, Josef a Roman MATOUŠEK, 2010. *Money in the modern world*. Frankfurt am Main: Peter Lang. ISBN 978-3-631-59118-5.

JÍLEK, Josef, 2004. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada. Finance (Grada). ISBN 80-247-0769-1.

JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

KANTNEROVÁ, Liběna, 2016. *Základy bankovníctví: teorie a praxe*. V Praze: C.H. Beck. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-595-4.

KLIKOVÁ, Christiana a Igor KOTLÁN, 2003. *Hospodářská politika*. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates. ISBN 80-865-7204-8.

KLÍKOVÁ, Christiana a Igor KOTLÁN, 2006. *Hospodářská politika: aktualizované vydání*. Vyd. 2. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates. ISBN 80-865-7204-8.

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK, 2018. *Monetární ekonomie v období konvergence a krize*. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-545-2.

MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analýza ekonomiky v ČR za rok 2013* [online]. [cit. 2023-09-26]. Dostupné z: <https://www.mpo.cz/assets/dokumenty/50541/57345/612647/priloha001.pdf>

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

REVENDA, Zbyněk, 2012. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-240-6.

REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK a Petr DVOŘÁK, 2023. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Sedmé, přepracované vydání. Jesenice: Ekopress. ISBN 978-80-87865-84-2.

SAMUELSON, Paul Anthony a William D. NORDHAUS, 2007. *Ekonomie: 18. vydání*. Praha: NS Svoboda. ISBN 978-80-205-0590-3.

ŠULC, Zdislav, 1993. *Hospodářská politika*. Consus. ISBN 80-901004-7-3.

THE UNITED NATIONS ECONOMIC COMMISSION FOR EUROPE - DATABASE. *Gross Average Monthly Wages by Indicator, Country and Year Table: Gross Average Monthly Wages by Country and Year* [online]. [cit. 2023-11-14]. Dostupné z: https://w3.unece.org/PXWeb2015/pxweb/en/STAT/STAT__20-ME__3-MELF/60_en_MECCWagesY_r.px/table/tableViewLayout1/

WAWROSZ, Petr, Herbert HEISLER a Petr MACH, 2012. *Realie k makroekonomii: odborné texty, mediální reflexe, praktické analýzy*. Praha: Wolters Kluwer ČR. ISBN 978-80-7357-848-0.

ŽÁK, Milan, 2006. *Hospodářská politika*. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu. ISBN 80-867-3004-2.

ZÁKON Č. 6/1993 SB., O ČESKÉ NÁRODNÍ BANCE, VE ZNĚNÍ POZDĚJŠÍCH PŘEDPISŮ.
Zákon České národní rady o České národní bance [online]. 2023 [cit. 2023-10-08]. Dostupné z:
<https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-6/zneni-20220701>

Seznam obrázků, tabulek, grafů a zkratk

6.1 Seznam obrázků

Obrázek 1 Měnová politika centrální banky

Obrázek 2 - Organizační schéma ČNB

6.2 Seznam tabulek

Tabulka 1 – Plnění inflačního cíle v období 1998-2001

6.3 Seznam grafů

Graf 1 – Míra inflace v České republice a eurozóně v období 2008–2022

Graf 2 - Míra inflace v Itálii, Německu a Řecku v období 2008 - 2022

Graf 3 - Míra inflace v Itálii, Německu a Řecku a klíčová úroková sazba ECB

Graf 4 - Obecná míra nezaměstnanosti v období 2008–2022

Graf 5 – Počet uchazečů a pracovních míst v evidenci Úřadu práce ČR

Graf 6 - Vývoj úrokových sazeb v období 2008–2012

Graf 7 – Vývoj úrokových sazeb v období 2012–2017

Graf 8 – Vývoj úrokových sazeb v období 2018–2022

Graf 9 – Vývoj úrokových sazeb v období 2021–2022

Graf 10 - Vývoj hypotečních úvěrů, 2T repo sazby, 1M PRIBOR a ukazatele nákladů úvěrů v období 2013 - 2022

Graf 11 - Úrokové sazby ECB v období 2008–2022

Graf 12 – Vývoj úrokových sazeb ECB v období 2008–2012

Graf 13 – Vývoj úrokových sazeb ECB v období 2013–2017

Graf 14 – Vývoj úrokových sazeb ECB v období 2018–2022

Graf 15 – Úrokové sazby ČNB a ECB v období 2008–2022

Graf 16 - Míra inflace v České republice a ve vybraných zemích eurozóny a hlavní úroková sazba ČNB a ECB

6.4 Seznam použitých zkratek

ČSÚ	Český statistický úřad
ČNB	Česká národní banka
DPH	Daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu