

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomiky**



**Diplomová práce**

**„Monetární politika a její vliv na hospodářský růst –  
případová studie České republiky“**

**Ryzhova Ekaterina**

© 2016 ČZU v Praze

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ekaterina Ryzhova

Podnikání a administrativa

Název práce

**Monetární politika a její vliv na hospodářský růst – případová studie České republiky**

Název anglicky

**Monetary policy and its impact on economic growth – case study of the Czech Republic**

---

### Cíle práce

Cílem práce je provést analýzu monetární politiky a určit její vliv na hospodářský růst v České republice, poukázat na problematická místa, která se v současné měnové politice vyskytují a postihují tak české hospodářství.

### Metodika

Diplomová práce bude rozdělena do tří částí. V první části práce si vymezíme základní pojmy – monetární politika, cenová stabilita, inflace, deflace a hospodářský růst. Obsahem druhé části bude teoretická analýza vztahu mezi cenovou stabilitou a hospodářským růstem. Na základě teorie budeme zkoumat, jak cenová stabilita (cenová nestabilita) ovlivňuje výkonnost ekonomiky. Ve třetí části práce se budeme zabývat empirickou analýzou vztahu mezi cenovou stabilitou a hospodářským růstem na konkrétním případě české ekonomiky. V práci budou použity deskriptivní a komparativní metody.

**Doporučený rozsah práce**

60 – 80 stran

**Klíčová slova**

inflace, úroková sazba, monetární politika, hospodářský růst

---

**Doporučené zdroje informací**

FRIEDMAN, M. Za vším hledej peníze. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 1997. 264 s. ISBN 80-7169-480-0.

MANKIW, N. G. Zásady ekonomie. Praha: Grada, 1999. 763 s. ISBN 80-7169-891-3.

SLANÝ, Antonín a Aleš FRANC. Hospodářská politika. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2004. 106 s. ISBN 8021034769.

---

**Předběžný termín obhajoby**

2015/16 LS – PEF

**Vedoucí práce**

doc. Ing. Mansoor Maitah, Ph.D. et Ph.D.

**Garantující pracoviště**

Katedra ekonomiky

Elektronicky schváleno dne 13. 1. 2016

**prof. Ing. Miroslav Svatoš, CSc.**

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 18. 1. 2016

**Ing. Martin Pelikán, Ph.D.**

Děkan

V Praze dne 29. 03. 2016

### **Čestné prohlášení**

Prohlašuji, že svou diplomovou práci " Monetární politika a její vliv na hospodářský růst – případová studie České republiky" jsem vypracovala 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 autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 30.03.2016

---

### **Poděkování**

Ráda bych touto cestou poděkovala doc. Ing. Mansooru Maitahovi, Ph.D. et Ph.D. za jeho odborné rady, připomínky a poznatky při vypracování této diplomové práce.

# Monetární politika a její vliv na hospodářský růst – případová studie České republiky

## Souhrn

Tato práce se zabývá dopady měnové (monetární) politiky v České republice na ekonomický růst. Práce je zaměřena zejména na způsoby využití regulačních nástrojů ze strany centrální banky. Cílem práce je najít souvislost mezi monetární politikou a ekonomickým růstem. V teoretické části práce jsou představeny základní pojmy z oblasti monetární politiky, dále jsou prezentovány cíle, nástroje a typy měnové politiky a dále předpoklady ekonomického růstu v ČR. Nedílnou součástí teoretické části je i Mundell-Flemingův model a transmisní mechanismy. V analytické části je pak realizována komparace měnové politiky v ČR v několika obdobích a to zejména v období let 1993-1997 a v letech 1997-2013, dílčím způsobem je analytická část doplněna i o měnovou politiku v letech 2013-2016, tedy o současné období. Hlavní metodou, která byla využita, je analýza a komparace, nedílnou součástí výsledků je pak dedukce a syntéza. Analytická část práce je pak završena prostřednictvím kapitoly, která předkládá výsledky a jejich diskusi. Bylo zjištěno, že u ČR jako malé otevřené ekonomiky hraje velký význam vývoz produkce, což znamená, že představitelé ČNB snaží vytvářet měnovou politiku s ohledem na formu hospodářství jakou Česká republika má tj. malá otevřená ekonomika, čímž je do značné míry dán směr měnové politiky ČR.

**Klíčová slova:** měnová politika, hospodářský růst, Česká národní banka, inflace, měnová stabilita.

# **Monetary policy and its impact on economic growth - case study of the Czech Republic**

## **Summary**

This thesis deals with the impact of monetary policy on economic growth in the Czech Republic. The work is mainly focused on ways to use regulatory instruments of the central bank. The aim is to find a link between monetary policy and economic growth. The theoretical part introduces the basic concepts of monetary policy, then its objectives, instruments and types of monetary policy, and assumptions of economic growth in the country are presented. Theoretical part also deals with the Mundell-Fleming model and transmission mechanisms. The analytical part contains a comparison of monetary policy in the Czech Republic during several periods, especially in 1993-1997 and 1997-2013, but also touches on the current 2013-2016 period. The main methods that were used in this thesis are analysis and comparison, the conclusions are based on deduction and synthesis of the analysis results. The final chapter of the analytical part of this thesis presents the conclusions and their discussion. It was found that in the small open economy of the Czech Republic export plays a very important export role, which means that the Czech National Bank policymakers are trying to create a monetary policy with respect to the specifics of the state's economy, which determines the direction of the monetary policy in the Czech Republic.

**Keywords:** monetary policy, economic growth, the Czech National Bank, inflation, monetary stability.

# Obsah

<b>1 Úvod .....</b>	<b>9</b>
<b>2 Cíl práce a metodika.....</b>	<b>11</b>
2.1 Cíl práce .....	11
2.2 Metodika .....	11
<b>3 Monetární politika .....</b>	<b>12</b>
3.1 Základní pojmy v oblasti monetární politiky a ekonomického růstu.....	12
3.2 Centrální banka .....	13
3.2.1 Emisní monopol.....	15
3.2.2 Vrcholný subjekt měnové politiky .....	15
3.2.3 Devizová činnost centrální banky .....	16
3.2.4 Regulátor a dozorce nad bankovním trhem .....	16
3.2.5 Funkce banky bank .....	17
3.2.6 Funkce banky státu .....	18
3.2.7 Funkce reprezentace státu v měnové oblasti .....	18
3.3 Cíle, nástroje a typy měnové politiky .....	19
3.3.1 Cíle měnové politiky .....	20
3.3.2 Nástroje měnové politiky .....	21
3.3.3 Typy a režimy měnové politiky.....	25
3.4 Předpoklady ekonomického růstu .....	27
3.5 Mundell – Flemingův model.....	30
3.5.1 Monetární politika v systému pevných kurzů .....	34
3.5.2 Monetární politika v systému plovoucích kurzů.....	35
3.6 Transmisní mechanismy.....	36
<b>4 Měnová politika v České republice .....</b>	<b>40</b>
4.1 Měnová politika v letech 1993-1997.....	42
4.2 Měnová politika v letech 1997-2013.....	45
4.3 Současná měnová politika 2013-2016 .....	51
4.4 Srovnání charakteru měnové politiky České národní banky a Evropské centrální banky 60	
<b>5 Výsledky a diskuse .....</b>	<b>63</b>
<b>6. Závěr .....</b>	<b>67</b>
<b>7 Seznam použitých zdrojů .....</b>	<b>69</b>



# 1 Úvod

Peníze jsou od jejich vzniku velkým hybatelem hospodářství daného území. Pokud mají lidé dostatek peněz „v kapse“, dobře se jim žije. Z globálnějšího pohledu je pak klíčovým cílem každého státního zřízení zabezpečit svým občanům „hezký život“. Proto se většina států snaží o hospodářský růst. Hospodářským neboli ekonomickým růstem se přitom myslí vzestup hospodářství daného státu. Tohoto stavu není snadné dosáhnout a není závislý jenom na finančních zdrojích. Zdůrazňováním významu peněz v dané ekonomii se zabývá dokonce celé odvětví, které je označované jako monetarismus. Jsou to právě zastánci monetarismu, kteří tvrdí, že je potřeba, aby stát kontroloval množství peněz v ekonomice.

V České republice plní v zastoupení státu tuto funkci Česká národní banka, která jako centrální banka provádí monetární neboli měnovou politiku, kterou do daného hospodářství zasahují. Je tedy zcela jednoznačné, že existuje určitý vztah mezi monetární politikou a ekonomikou státu. Zcela jednoznačnou vazbu mezi těmito dvěma pojmy bychom jen těžko hledali, protože hospodářství dané země je závislé na více faktorech a v čase je proměnlivé. Dnešní ekonomové se již začínají přesvědčovat, že co platilo před dvaceti lety, dnes platit nemusí.

Tato diplomová práce, která nese název „Monetární politika a její vliv na hospodářský růst – případová studie České republiky“ se bude zabývat právě monetární politikou a její souvislostí na hospodářství, resp. hospodářský růst na území České republiky. Sřat práce bude rozdělena na dvě klíčové části. První část bude shrnovat teoretické poznatky z oblasti měnové politiky v návaznosti na hospodářství dané země, následující část pak bude zaměřena na konkrétní aplikaci teorie do reálné praxe na příkladu České republiky a to zejména na konkrétních akcích, které Česká národní banka podnikla v souvislosti se svou monetární politikou.

Cílem práce bude představení monetární politiky a dále shrnutí dění v této oblasti v České republice od jejího vzniku až do současnosti. V posledním období došlo k národnému zděšení, když se naše centrální banka pod vedením Miroslava Singera snažila o udržení kurzu české měny vůči Euru na jisté úrovni. Padaly hlasy o tom, že pan guvernér je vlastizrádce a podobné nesmysly.

Právě proto budou v práci kladeny otázky typu: „*Jakým způsobem dochází k monetární politice? Kam směřuje nebo co ovlivňuje měnová politika?*“ Zároveň se budu snažit nebo vyvrátit stanovenou hypotézu, která zní: *Provádění měnové politiky ovlivňuje hospodaření daného státu a zabraňuje hospodářskému růstu.* V této diplomové práci budou použity standardní metody výzkumu, jako je sběr dat, jejich komparace, analýza či dedukce a jiné.

## **2 Cíl práce a metodika**

### **2.1 Cíl práce**

Klíčovým cílem práce je představení a analýza monetární politiky a určení jejího vlivu na hospodářský růst, a to především na případu České republiky. Práce je rovněž zaměřena na představení teoretického rámce centrálních bank, které provádějí monetární politiky, způsobů, kterým je měnová politika prováděna a rovněž je představeno teoretické hledisko ekonomického růstu v souvislosti s monetární politikou. V praktické části je představen konkrétní rámec měnové politiky na případu České republiky, zejména v souvislosti s historickými událostmi a shrnutím monetární politiky, kterou Česká národní banka od svého vzniku prováděla. Tato část práce je rozdělena na tři klíčová období v rámci toho, jak Česká národní banka přistupovala k monetární politice, která posléze ovlivnila ekonomický růst. Podřadným cílem je rovněž poukázat na problematická místa, která se v současné měnové politice vyskytují a postihují tak české hospodářství.

### **2.2 Metodika**

Objektem zkoumání práce je Česká národní banka v roli centrální banky České republiky, která provádí měnovou politiku. Předmětem bádání je vztah monetární politiky, resp. měnové stability a inflace na danou ekonomiku, resp. ekonomický růst. Diplomová práce bude rozdělena do dvou základních částí. V teoretické části bude provedena literární rešerše o dané problematice. První část vymezí základní pojmy, kterými se bude práce zabývat, mezi tyto pojmy se řadí např. monetární politika, cenová stabilita, inflace, deflace a hospodářský růst apod. Obsahem druhé části teoretické roviny budou teoretická východiska, která se budou týkat centrální banky, měnové politiky a způsobů provádění této politiky, vymezení ekonomického růstu, Mundell–Flemingova modelu v malé otevřené ekonomice, kterou Česká republika je a dalších podstatných oblastí s tématem souvisejícím. Na základě teoretické roviny a případu České republiky v praxi bude práce zkoumat, jak měnová politika, cenová stabilita ovlivňuje výkonnost ekonomiky. Ve třetí části práce se budeme zabývat vývojem měnové politiky České národní banky, jako centrální banky od roku 1993 a vztahem mezi cenovou stabilitou a hospodářským růstem na konkrétním případu české ekonomiky. V práci budou použity standardní metody výzkumu, jako je sběr dat, jejich komparace, rešerše, analýza či dedukce a jiné.

### **3 Monetární politika**

V této části práce bude popsán základní teoretický rámec dané problematiky s využitím rešerše.

#### **3.1 Základní pojmy v oblasti monetární politiky a ekonomického růstu**

Pro pochopení celé této diplomové práce nejprve představíme jednotlivé aspekty, se kterými bude práce nakládat. Jedná se zejména o následující pojmy:

- monetární (měnová) politika – opatření a zásady, které prostřednictvím měnových nástrojů prosazují plnění měnových cílů;
- měnový cíl – potřeba, kterou určuje stát resp. centrální banka dané země, že je potřeba dodržet;
- centrální banka – vrcholná instituce, která dohlíží na bankovní systém daného státu či států a provádí měnovou politiku;
- komerční (obchodní) banka – instituce, která jako podnikatelský subjekt poskytuje finanční služby;
- cenová (měnová)stabilita - vyrovnaný růst cenové hladiny;
- cenová hladina – všeobecná úroveň cen v tržní ekonomice na daném území.
- měnová (peněžní) báze – suma oběživa, povinných rezerv z běžných a termínových vkladů a dobrovolných rezerv bank na účtech centrální banky
- měnový agregát – souhrn peněžních prostředků (podle likvidity);
- inflace – růst cenové hladiny;
- hospodářský cyklus – střídání recese a konjunktury v hospodářské aktivitě;
- HDP – hrubý domácí produkt – součet peněžní hodnoty statků a služeb vytvořených v určitém státě za danou časovou jednotku, obvykle za rok;
- konjunktura – zvýšení ekonomických aktivit s dopadem na ekonomický růst projevující se nárůstem HDP;
- recese – snížení hospodářských aktivit a pokles HDP;
- hospodářský (ekonomický růst) – vzestup hospodářství daného státu.

### 3.2 Centrální banka

Podíváme-li se na období vzniku centrálních bank, dojdeme k závěru, že vznikali daleko později než obchodní banky, vzhledem ke skutečnosti, že většina z nich začínala fungovat až v průběhu devatenáctého a dvacátého století. Revenda (2001, s. 32-34) uvádí, že z historického hlediska existuje v podstatě jediný základní důvod vzniku centrálních bank, a tím je finanční zájem vládnoucího panovníka resp. vlády. Tento zájem se pak podle autora dá rozdělit na dvě hlavní větve, jimiž jsou:

- mít vlastní banku, která v případě potřeby dokáže okamžitě doplnit chybějící zdroje ve státní pokladně;
- soustředit veškeré finanční prostředky, které se týkají státu, do vlastní instituce.

Jak dále autor popisuje, postupně však zaznamenaly centrální banky posun svého významu ke svým současným základním činnostem. Prvním, který tyto zásady formuloval, byl sir Montagu Collet Norman, který byl guvernérem anglické centrální banky *Bank of England* v letech 1920-1944. Každá centrální banka by měla dodržovat tyto zásady:

- neměla by konkurovat obchodním a komerčním, investičním a jiným bankám - v jejich činnosti;
- neměla by úročit vklady, které od bank uvedených výše přijímá;
- měla by být nezávislou institucí, která je zároveň schopna provádět operace pro vládu;
- měla by pomoci rozvoji domácího bankovního trhu;
- měla by mít funkci zúčtovacího centra pro domácí banky na bankovním trhu;
- měla by být schopna rozhodnout o případné pomoci bankám;
- měla by sledovat cíl zdravé domácí měny;
- měla by podporovat zdraví, spolehlivost, bezpečnost a efektivnost domácího bankovního systému;
- měla by sbírat potřebné informace o bankovním trhu a monitorovat jeho vývoj.

Rovněž můžeme určit v podstatě tři klíčové způsoby zakládání centrálních bank. Jsou jimi:

- přeměna existujících soukromých obchodních bank – toto je způsob vzniku např. švédské centrální banky *Sveriges Riksbank*, která byla původně obchodní bankou. Ta se krátce po zahájení své činnosti v roce 1656 dostala do problémů, prošla reorganizací, ale zachovala si svou nezávislost. Z pověření krále od roku 1697 vystupuje jako centrální banka, ovšem s funkcemi obchodní banky. V roce 1904 se stává jediným emitentem bankovek a centrální bankou bez obchodní činnosti;
- přidělení práva emitovat bankovky – tento způsob vzniku centrální banky se objevil např. v Itálii, kde mohli emitovat bankovky, jak bankovní, tak nebankovní instituce. Toto právo bylo později omezeno v roce 1874 na šest obchodních bank, avšak ty si konkurovaly, což v konečném důsledku vedlo ke krachu a zbylé tři banky byly sloučeny roku 1893 do jediné centrální banky *Banca d'Italia*.
- založení nové instituce – tento způsob byl aplikován např. v Anglii, kde William Paterson, který byl skotským obchodníkem, vznesl návrh na založení zcela nové instituce *Bank of England*.

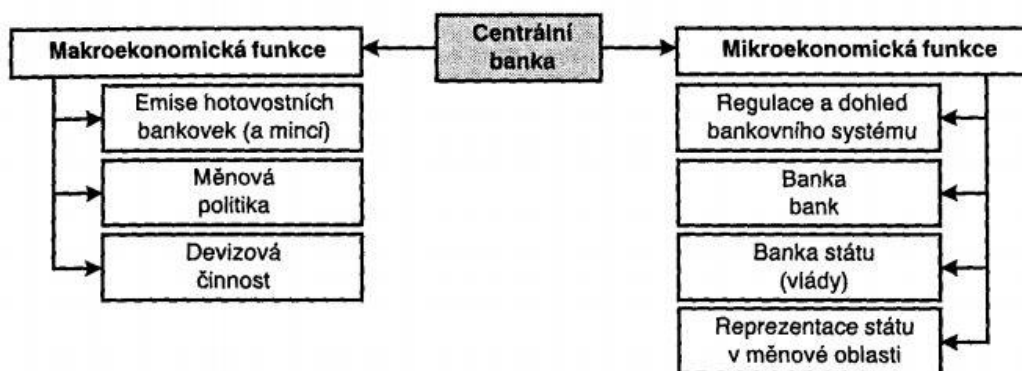
Zároveň se autor zabývá tím, že v současnosti existují již centrální banky ve většině států, kde funguje tržní ekonomika, jako zcela samostatné a nezávislé instituce. Přesto lze někdy pozorovat snahu o manipulaci centrální banky vládami některých méně vyspělých ekonomik. Přičemž Revenda (2000, s. 319) poukazuje na skutečnost, že centrální banky, dříve označované i jako takové emisní banky jako instituce zabezpečují:

- emisní monopol – emisní funkce centrální banky na vydávání finančního oběživa na daném území tj. bankovek a mincí;
- provádění měnové politiky – jako vrcholný subjekt podporuje měnovou stabilitu a reguluje množství peněz v oběhu;
- regulace bankovního systému a funkce banky bank – stanoví základní povinnosti a pravidla pro daný bankovní sektor a provádí funkci bankéře pro všechny obchodní banky.

Kromě těchto činností vykonávají centrální banky jednotlivých států i další funkce jako je regulace a dozor nad bankovním systémem, reprezentace státu, správu devizových rezerv a další. Rovněž je z hlediska ekonomie možné rozdělit funkce centrálních bank na funkce makroekonomické a mikroekonomické, tak jak je ilustruje obrázek č. 1. Za

makroekonomické se považují emise bankovek, měnová politika a devizová činnost. Za mikroekonomickou funkci jsou pak považována především oblast regulace a dozoru nad bankovním trhem, dále funkce centrální banky jako banky bank a banky vlády a rovněž funkce centrální banky jako reprezentanta státu v měnové oblasti. (Revenda, 2001, s. 42)

**Obr. č. 1** Funkce centrální banky v tržní ekonomice



Zdroj: Revenda, 2001, s. 42

### 3.2.1 Emisní monopol

Emisní monopolem centrální banky se rozumí skutečnost, že centrální banky jednotlivých států jsou jedinými subjekty, které jsou oprávněny emitovat oběživo, tedy vydávat bankovky a mince na daném území. První bankou, která v dějinách tuto výsadu získala, byla v roce 1817 rakouská centrální banka, avšak s omezenou platností na 25 let. Časově neomezená pravomoc emisního monopolu byla udělena *Bank of England*, která ji začala naplňovat v roce 1844. Emisní monopol později získávají i další banky jako francouzská *Banque de France* (1848), švédská *Sveriges Riskbank* (1904), americký *Federal Reserve Systém* (1913) a další. *Česká národní banka*, resp. *Československá národní banka* získala emisní monopol v souvislosti se svým založením roku 1926. (Revenda, 2000, s. 319)

### 3.2.2 Vrcholný subjekt měnové politiky

Centrální banka zastřešuje oblast měnové politiky. Jak říká Polouček (2006, s. 77), měnovou politiku je možné „charakterizovat jako systém procesů, v rámci nichž se

*centrální banka snaží s využitím svých nástrojů o dosažení předem stanovených cílů.*“ Primárním cílem centrální banky jako vrcholného subjektu měnové politiky je přitom podle Revendy (2001, s. 42) „*podpora stability měnové hladiny.*“ To zabezpečuje centrální banka prostřednictvím svých nástrojů jako je regulace úrokových sazeb, měnové báze a dalších nástrojů. Rovněž se Revenda (2000, s. 320) zabývá otázkou, zda tuto funkci centrální banka provádí nezávisle na základě vlastního rozhodnutí nebo zda oblast měnové politiky podléhá schválení vlády daného státu.

### **3.2.3 Devizová činnost centrální banky**

Revenda (2001, s. 43) ohledně devizové politiky uvádí následující: „*Do devizové činnosti centrální banky můžeme zařadit především shromažďování devizových rezerv státu a operace s nimi na devizovém trhu a devizovou regulaci, tj. stanovování a prověřování základních rámcových pravidel dispozice se zahraničními měnami jak pro bankovní, tak pro nebankovní subjekty.*“ Centrální banky podle autora mají pro devizovou činnost tři zásadní důvody, jimiž jsou:

- udržení hodnoty devizových rezerv;
- zabezpečení devizové likvidity státu;
- ovlivňování úrovně a kurzu domácí měny.

Revenda (2001, s. 108) se též zabývá otázkou formy devizových rezerv a uvádí, že devizové rezervy se primárně v centrální bance vytvářejí formou emise cenných papírů na zahraničních trzích, koupí cizích měn od zahraničních bank a dále též přijímáním úvěrů od zahraničních subjektů, jako jsou jiné centrální banky či jiné finanční instituce nebo mezinárodní měnové instituce. Dále autor (2000, s. 323) uvádí, že „*Vzhledem k poklesu měnových kursů měn je nutné provádět operace proti poklesu devizových rezerv (hedging), ke kterému by mohlo dojít držbou znehodnocujících se měn.*“

### **3.2.4 Regulátor a dozorce nad bankovním trhem**

Vedle měnové politiky patří regulace a dohled centrální banky nad bankovním systémem v trzích ekonomikách mezi zásadní činnosti centrálních bank. Monetární politika a regulace a dohled nad bankovními domy spolu souvisí velmi úzce, neboť regulaci a dohled nad množstvím peněz v oběhu nelze konat bez regulace a dohledu nad bankami, které jsou



v podstatě tvůrci značné části množství peněz v daném hospodářství, neboť do ekonomiky poskytují právě finanční prostředky. (Revenda, 2001, s. 119)

Kašparovská (2006, s. 68) otevírá otázku regulace a dohledu, přičemž uvádí následující, že regulace a dohled nad bankovním, resp. finančním trhem je organizován v jednotlivých státech odlišně a nejvíce závisí na struktuře a velikosti daného trhu. Revenda (2000, s. 321) Vzhledem ke skutečnosti, že regulace a dohled je podmíněn zejména funkcí centrální banky jako banky bank a jednak souvisí s monetární politikou, je v zemích s vyspělým tržním hospodářstvím buď hlavní a jedinou institucí, která dohlíží na oblast bankovního, resp. finančního trhu nebo se na regulaci a dohledu podílí společně s dalšími institucemi. Revenda (2001, s. 119) stejně tak říká následující: *„Bankovní regulací rozumíme koncipování a prosazování podmínek, pravidel a rámce činnosti bankovních institucí v dané ekonomice, dohled (supervize) bank představuje kontrolu dodržování pravidel činnosti, včetně případného vyvozování sankcí při neplnění pravidel.“* Autor dále uvádí, že existují v podstatě dva typy důvodů regulace a dohledu, jednak se jedná o makroekonomické důvody, které představují prostor pro činnost centrální banky v souvislosti s prováděním monetární politiky, dále jde o mikroekonomické důvody, které spočívají v podpoře důvěryhodnosti a efektivnosti bankovního trhu v ekonomice daného státu.

### **3.2.5 Funkce banky bank**

Černohorský a Teplý (2011, s. 78) jsou toho názoru, že centrální banka na sebe klade funkcí banky bank významné role, které jí umožňují vykonávat následující funkce bankéře pro banky působící na bankovním trhu:

- přijímá vklady od bank;
- poskytuje bankám úvěry;
- realizuje zúčtovací operace (platební styk mezi bankami).

Existují celkově tři druhy vkladů, které drží centrální banka u sebe, byť jejich majiteli jsou ostatní komerční/obchodní banky. Jedná se jednak o povinné minimální rezervy, další dobrovolné vklady, resp. rezervy a rovněž prostředky, které banky u centrální banky ukládají za účelem provedení platebních a zúčtovacích operací. Úvěry, které centrální

banka poskytuje bankovnímu sektoru, mají z hlediska poptávky pouze dvě základní podoby. Jednak se jedná o situace, kdy úvěry od centrální banky představují pro komerční/obchodní banky levný zdroj díky nízké diskontní sazbě. Anebo banky vyžadují po centrální bance úvěry v případě problémů se zabezpečením vlastní likvidity. Centrální banky provádějí rovněž zúčtovací operace, někdy nazývané jako clearing. V některých státech však centrální banka na funkci zúčtování ztratila své jedinečné postavení, a stát umožňuje provádět zúčtovací operace i jiným bankám, např. Velká Británie. (Revenda,2000, s. 320)

### **3.2.6 Funkce banky státu**

Černohorský a Teplý (2011, s. 78) dále hovoří o centrální bance jako o bance státu, kde uvádějí, že jako banka státu provádí centrální banka pro stát následující akce:

- provádí platební styk pro stát;
- vede účty státního rozpočtu;
- spravuje státní dluh;
- pomáhá při financování schodků státního rozpočtu;
- publikuje některé informace za stát.

Jak již bylo uvedeno výše, mezi klíčové historické důvody zakládání centrálních bank se řadí především operace pro stát tj. vedení státního účtu a úvěrování státní pokladny. Revenda (2001, s.148) se domnívá, že „*převážná většina vyspělých tržních ekonomik „žije na dluh’, přičemž deficity státních rozpočtů jsou financovány především z prostředků získaných z emise státních cenných papírů.*“ Vydané cenné papíry jsou chápány jako závazky státu vůči držitelům těchto finančních instrumentů. Pokud stát kryje deficit státního rozpočtu formou emise cenných papírů, případně úvěrem od centrální banky jedná se o tzv. návratný způsob krytí schodku státního rozpočtu. Druhou variantu krytí státního deficitu (schodku) tvoří nenávratné způsoby, mezi které se řadí především zvýšení daňové zátěže obyvatel. (Revenda, 2001, s. 148-150)

### **3.2.7 Funkce reprezentace státu v měnové oblasti**

Ve vztahu k zahraničí jsou centrální banky ve většině případů pověřeny reprezentací státu v měnové oblasti. Tato reprezentace státního zájmu v měnové oblasti se týká rovněž

domácí veřejnosti, neboť představitelé centrálních bank jsou ve většině tržních ekonomik pověřeny v měnové oblasti mluvit za vládu daného státu, tedy za stát jako zřízení. Reprezentace se tak týká např. i různých mezinárodních zasedání, např. skupiny G10, kde je probírána strategie v měnové oblasti a jsou zde vedeny diskuse a udělována doporučení. (Revenda, 2001, s. 162)

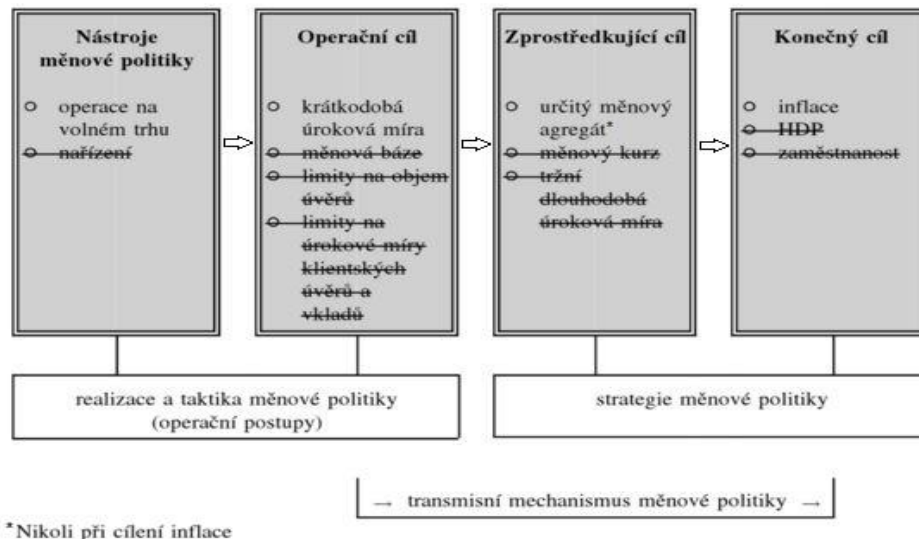
### 3.3 Cíle, nástroje a typy měnové politiky

Měnová politika (monetární politika) existuje pouze ve státech, kde se uplatňuje tržní hospodářství. Jílek (2013, s. 16) se také zabývá měnovou politikou. Autor je toho názoru, že podstatou měnové politiky „*je regulace operačního cíle (obvykle krátkodobé úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability).*“ V některých případech se považuje za monetární politiky centrální banky také tzv. tištění peněz, která se nazývá také kvantitativní uvolňování. Při této finanční operaci centrální banka koupí domácí finanční aktiva od obchodních bank a nebankovních subjektů ve výši, ve které dojde k velkému navýšení bilanční sumy centrální banky. (Jílek, 2013, s. 20)

Nicméně Černohorský a Teplý (2011, s. 47) jsou toho názoru, že podstata „*monetární politiky spočívá v ovlivňování inflace, příp. jiných národohospodářských veličin. Zásadní je, že změna měnově politických nástrojů nepůsobí přímo na konečné cíle, ale prostřednictvím několika mezistupňů. Tento způsob, jakým centrální banka působí na konečné cíle, se nazývá transmisní mechanismus měnové politiky.*“ Mankiw (1997, s.16) je toho názoru, že monetární politika není snadnou záležitostí. Centrální bankéři mají pro určité období většinou stanoveny více cílů a musí čelit celé řadě ekonomických podmínek. Vědí, že jejich činy mají na ekonomiku silný vliv, ale způsoby, načasování a rozsah vlivu nejsou zatím přesně úplně pochopeny. Princip transmisního mechanismu je tedy následující: nástroj → operativní kritérium (cíl) → zprostředkující kritérium (cíl) → konečný cíl. Nástroje, kterými provádí centrální banky regulaci množství peněz v daných ekonomikách, operační kritéria (cíle), zprostředkující kritéria (cíle) a konečné cíle jsou znázorněny na obr. č. 2. Škrtnutím je znázorněna skutečnost, že dané nástroje či cíle v minulosti byly využívány, ale nyní se v tržních ekonomikách používají jen zřídka,

nicméně existuje možnost jejich využití, které závisí na konkrétním posouzení dané situace centrální bankou. (Jílek, 2013, s. 16)

**Obr. č. 2 Monetární politika centrální banky**



Zdroj: Jílek, 2013, s. 17

### 3.3.1 Cíle měnové politiky

Obecněji se mezi cíle měnové politiky řadí následující potřeby:

- vnitřní stabilita měny tj. boj proti inflaci;
- podpora ekonomického růstu;
- podpora zaměstnanosti;
- rovnovážnost běžného účtu platební bilance;
- stabilita měnového kurzu;
- stabilita úrokových sazeb;
- stabilita finančních trhů.

(Měnová politika centrální banky, online)

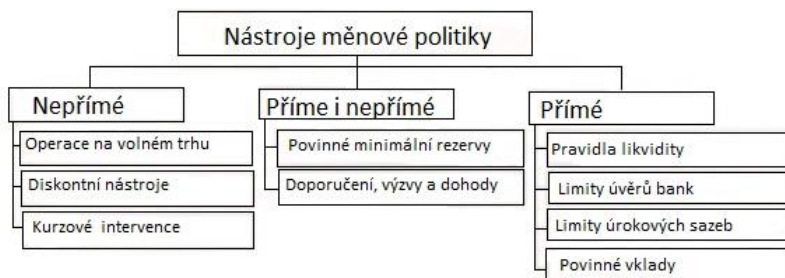
Ve vyspělých tržních ekonomikách v souvislosti s prioritními cíli monetární politiky v posledních letech uvádí zejména potřeba stability měny v podobě boji s inflačními tlaky

jako klíčového resp. Jediného cíle měnové politiky. Dalšími potřebami v návaznosti na cíle monetární politiky jsou podpora měnového kursu a ekonomického růstu. Oblasti boje s nezaměstnaností a otázka rovnovážnosti běžného účtu platební bilance se chápou již jen jako „doprovodné“ cíle v oblasti hospodářského růstu, resp. Měnového kursu. Je to především z toho důvodu, že monetární politika *„není schopna dosáhnout současně všech svých konečných cílů, tj. snížení inflace, snížení nezaměstnanosti a zlepšení bilance zboží a služeb.“* (Měnová politika centrální banky, online) Holman (2008, 354) je toho názoru, že jediným cílem, který může monetární ekonomiky dlouhodobě ovlivnit je cenová hladina, ostatní cíle lze ovlivnit jen krátkodobě.

### **3.3.2 Nástroje měnové politiky**

Nástroj měnové politiky definuje Jílek (2013, s. 23) jako *„techniku stabilního dodržování operačního cíle měnové politiky, tj. krátkodobé úrokové míry. Jinými slovy, jakmile je určitá krátkodobá úroková míra v určitém okamžiku schválena, je třeba zajistit, aby byla od tohoto okamžiku stabilně dosahována.“* Centrální banka používá k provádění měnové politiky, kterou dosahují zvoleného cíle, řadu nástrojů, patří mezi ně např. operace na volném trhu, diskontní nástroje, kursové intervence a další. Nástroje monetární politiky lze rozdělit podle nejrůznějších kritérií. Za významné dělení se obecně považuje rozdělení nástrojů monetární politiky podle adresnosti na nástroje přímé a nástroje nepřímé, jak ilustruje obr. Č. 3. Zatímco nepřímé nástroje měnové politiky, jak uvádí Revenda (2001, s. 277-278) *„jsou charakteristické plošným působením na celý bankovní systém, v podstatě jednotlivými podmínkami pro všechny bankovní instituce a především tím, že banky na ně mohou, ale nemusejí - ‚povinně‘ - reagovat“*, tak přímé nástroje jsou *„tržní ekonomice cizí, neboť dopadají do rozhodovacího mechanismu obchodních a dalších bank, a omezují tak jejich podnikatelskou činnost.“*

**Obr. Č. 3 Členění nástrojů měnové politiky podle dopadu na bankovní sektor**



Zdroj: Revenda, 2001, s. 277

Rejnuš (2014, s. 89) se zabývá otázkou přímých nástrojů, podle autora mývají přímé nástroje administrativní či direktivní povahu a existuje jich mnoho. Jejich využití je spíše výjimečné. Mezi významnější lze řadit např. úrokové stopy (jsou nařizeny limity pro úrokové míry na bankovním trhu), úvěrové kontingenty (na bankovním trhu jsou stanoveny úvěrové limity, resp. Úvěrové stopy). Rejnuš (2014, s.82) také definuje nepřímé nástroje jako „opatření a postupy, které usnadňují činnost všech obchodních bank.“ Mezi nepřímé nástroje monetární politiky autor řadí zejména:

- operace (obchody) na volném trhu;
- diskontní nástroje;
- kurzové intervence (konverze a swapy cizích měn);
- povinné minimální rezervy – povinná minimální část vkladů, kterou obchodní/komerční banky mají uloženy u centrální banka jako rezervu.

Jílek (2013, s. 146) k tomu uvádí následující: „Operace centrální banky na volném trhu jsou vlastně operacemi defenzivními v tom smyslu, že jejich záměrem kompenzovat různé jiné operace, které způsobují změny likvidit“ Operace na volném trhu se řadí mezi nejrozšířenější měnový nástroj, který centrální banky v rámci svých měnových politik k regulaci krátkodobé úrokové míry a měnové báze využívají. Provádí se formou obchodování s krátkodobými cennými papíry mezi centrální bankou a obchodními bankami. Většinou se obchoduje na diskontní bázi se státními dluhopisy, zřídka i

s vlastními cennými papíry centrální banky. Centrální banky se vyhýbají využívání akcií. Změny rezerv obchodních bank se projeví i ve změnách krátkodobé úrokové míry. Nákup cenných papírů centrální bankou vyvolá růst rezerv a měnové báze, prodej způsobí pokles rezerv i měnové báze. Podle toho jak operace na volném trhu působí na měnovou bázi, se dají rozlišit tři základní typy operací, které uvádí Revenda (2001, s. 278). Těmito typy jsou:

- přímé operace – prodej či nákup státních cenných papírů, který způsobí pokles či nárůst měnové báze;
- repo operace – operace, které jsou složeny ze dvou protichůdných transakcí, dělí se na prosté a reverzní;
- switch operace – jedná se o prodej a nákup cenných stejného objemu, ale s odlišnou délkou splatnosti.

Autor rovněž uvádí, že vliv, který mají operace centrální banky na volném trhu na měnovou bázi lze odvodit z její bilance následovně:

- nákupy či prodeje státních cenných papírů znamenají změny v aktivech centrální banky pod položkou „nakoupené cenné (státní) papíry“ a souběžné změně měnové báze v rámci rezerv bank i sumární bilance;
- nákupy a prodeje vlastních cenných papírů, které jsou před lhůtou splatnosti a na měnovou bázi a sumární bilanci mají stejný dopad, dochází tedy ke změně položka aktiv bilance centrální banky „nakoupené vlastní cenné papíry“
- pokud centrální banka nakupuje vlastní cenné papíry ve lhůtě splatnosti či pokud prodává nové vlastní cenné papíry, bilanční suma centrální banky se nemění, jelikož dochází k oboustranným změnám měnové báze a položky „emitované vlastní cenné papíry“ na pasivech.

Rejnuš (2014, s. 83) pak definuje diskontní nástroje. Mezi diskontní nástroje podle autora zejména patří:

- diskontní úvěry – základní a nejpoužívanější úvěr. Má tři základní podoby. Jednak se jedná o běžné diskontní úvěry sloužící k tomu, aby komerční/obchodní banky překlenuly krátkodobé výkyvy své likvidity. Dále jde o sezónní diskontní úvěry,

kteře mají rovněž krátkodobý charakter v rozsahu jeden až tři měsíce a slouží k překlenutí k překlenutí sezonních problémů. Poslední variantu tvoří nouzové úvěry, které jsou tzv. poslední instancí tj. záchranou. Diskontní sazba určuje, za jakou cenu získají komerční/obchodní banky získat od centrální banky zdroje a ovlivňuje tak množství peněz v daném hospodářství;

- reeskontní úvěry – úvěry se lhůtou splatnosti obvykle do tří měsíců provedené formou reeskontu (odkupu) směnek od bank. Jedná se pouze o odkup již bankami již eskontovaných prvotřídních směnek, jejichž lhůta splatnosti je max. 3 měsíce. Tento úvěr vede k regulaci měnové báze;
- lombardní úvěry – tento typ úvěrů je obvykle poskytován bankám, které mají problém s likviditou proti zástavě směnek se lhůtou splatnosti obvykle 30 dní někdy až 90 dní a dalších cenných papírů. Poskytnutí tohoto druhu úvěru vede ke zvýšení měnové báze. (Reveda, 2000, s. 338-341)

Kurzové intervence, někdy také označované jako cizoměnové intervence či devizové intervence, jsou rovněž velice významným nástrojem monetární politiky, kterým centrální banky ovlivňují kurz domácí měny vůči zahraničním měnám na měnovém trhu. V této souvislosti je tak dobré zmínit, jaké režimy měnových kurzů momentálně existují či byly v minulosti využívány. Jednak se jedná o tzv. zlatý standard, ve kterém jsou jednotlivé měny navázány na zlato. Dále existuje pevný měnový kurz, v němž se uplatňuje strategie navázání kurzu domácí měny na jinou zahraniční měnu, případně více zahraničních měn. Typem pevného kurzu bývají různé typy navázání na zahraniční měnu formou tzv. zavěšení, lze rozlišovat zavěšení korigované a posuvné. Pevným kurzem je rovněž tzv. měnový výbor, kdy centrální banka nevyužívá oscilačního pásma. Opozitem k pevnému (fixnímu) kurzu je pak plovoucí kurz, označovaný i jako flexibilní. Flexibilita jeho kolísání může být omezena či nemusí, z tohoto úhlu pohledu se pak rozlišují různé druhy flexibilních kurzů, jako je čistý plovoucí měnový kurz, nezávislý měnový kurz a řízení plovoucí měnový kurz. (Jílek, 2013, s. 390-391)

Kurzovými intervencemi se rovněž zabývá Jílek (2013, 391), kteří je toho názoru, že *„intervence jsou součástí všech režimů měnových kurzů s výjimkou čistého plovoucího měnového kurzu.“* V případě fixního měnového kurzu centrální banka k jeho udržení dokonce intervenovat musí. Centrální banka, případně jiná instituce centrální vlády, jak



autor zároveň dodává, které zastávají roli centrální banky, v rámci kurzové intervence může:

- oslabit domácí měnu formou koupě cizí měny měnu za domácí, vzhledem k tomu, že centrální banka má možnost nakoupit cizí měnu v podstatě neomezeném rozsahu, může oslabit domácí měnu v rozsahu, který vyžaduje;
- posílit domácí měnu prodejem cizí měny za měnu domácí, vzhledem k charakteru transakce to je posílení domácí měny omezeno.

Centrální banka rovněž řídí celkový objem rezerv na rezervních účtech k tomu, aby měla potřebnou likviditu. Pravidla likvidity lze proto s jistými výhradami rovněž zařadit mezi nástroje monetární politiky. Pravidla likvidity spočívají v tom, že centrální banka stanoví, jakou mají mít aktiva a pasiva komerčních/obchodních bank struktura a rovněž, jakým způsobem mají být tyto položky provázány, zejména z důvodu likvidity bankovního sektoru. (Revenda, 2000, s. 314)

### **3.3.3 Typy a režimy měnové politiky**

Centrální banka si může zvolit typ, jakými operačními cíli bude praktikovat svou monetární politiky. Z tohoto úhlu pohledu pak rozeznáváme celkově dva typy (druhy) měnové politiky. Mezi ně se podle Jílka (2013, s. 18) řadí:

- restriktivní měnovou politiku – při této taktice dochází k restrikci peněz v oběhu tedy zpřísnění, které vede ke zvýšení krátkodobé úrokové míry (tj. centrální banka zvýší úroková míra u operací dodávání či stahování likvidity (diskontní sazba), což vede ke zvyšování úrokové míry a obchodní banky reagují nižší ochotou při půjčování úvěrů, klienti bank též nereagují vstřícně na vyšší bankovní sazby úvěrů a půjček). Při volbě této strategie dochází ke zpomalení tempa růstu množství peněz v oběhu, čímž dochází k útlumu ekonomiky. Centrální banky volí tuto formu monetární politiky v případě, kdy očekávají vysokou inflaci, kdy je ekonomika ve stavu „přehřátí“ (velmi rychlé tempo růstu HDP spojené s růstem mezd, ale i s růstem cenové hladiny);
- expanzivní měnovou politiku – tato taktika je k taktice výše popsané zcela protikladná. Při této strategii dochází k expanzi čili uvolnění peněz do oběhu

spočívající ve snížení krátkodobé úrokové míry (tj. centrální banka u operací dodávání nebo stahování likvidity sníží úrokovou míru (diskontní sazba), což vede ke snížení dalších úrokových měr). V tomto případě se zvyšuje tempo hospodářského růstu, lidé jsou ochotni si více půjčovat od obchodních bank. Centrální banka tuto strategii praktikuje v případě očekávání nízké inflace, vysoké nezaměstnanosti a slabé ekonomiky.

Způsobem, kterým centrální banka provádí měnovou politiku, se zabývá Černohorský s Teplým (2011, s. 54-55). Autoři uvádějí, že tento způsob bývá nazýván jako tzv. měnově politický režim. Zároveň specifikují, že existují následující režimy, ve kterých je uplatňována měnové politika centrální banky:

- režim s implicitní nominální kotvou – centrální banka v tom to případě zaměřuje na určitou veličinu /určité veličiny. Jejich „cílování“ bylo přijato interně v rámci centrální banky, bez explicitního vyhlášení cílování. Veličinou může být např. úroková sazba, úvěrový agregát, peněžní agregát apod. Předpokladem funkčnosti je vysoká důvěryhodnost centrální banky;
- cílování peněžní zásoby – centrální banka se v tomto případě soustředí na vývoj peněžního agregátu, většinou  $M_1$  či  $M_2$ . V dlouhodobém horizontu je růst cenové hladiny ovlivňován vývojem peněžní nabídky. Samotná volba daného agregátu vhodného k cílování je rizikem, neboť s globalizací trhu se rozvolňuje vazba mezi peněžními agregáty a cenovou hladinou, je potřeba agregát ovlivňovat a toho centrální banka s jeho rozsahem schopna být nemusí, např. u  $M_3$ .;
- cílování devizového kurzu – centrální banka se snaží zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči cizí měně prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí. Mluví se o tzv. kotevní země. K udržení daného měnového kurzu je potřeba vhodná kombinace hospodářských politik, které zabezpečí nízký inflační diferenciál vůči cizině, udržení konkurenceschopnosti, dostatečné devizové rezervy. Smyslem je dosáhnout cenové stability jako v zahraniční zemi, na kterou se daný stát kotví. Ztráta autonomie měnové politiky se u tohoto režimu jeví jako hlavní nevýhoda.
- cílování inflace – při této činnosti je centrální bankou vyhlášen oficiálně s jistým předstihem inflační cíl (či posloupnost cílů). Jde o aktivní a přímé formování

inflačních očekávání, které zahrnuje kromě měnového kurzu či peněžních agregátů větší množství informací, např. dovozní ceny, trh práce, ceny výrobců, úrokové sazby, měnový kurz, hospodaření veřejných rozpočtů apod.

### 3.4 Předpoklady ekonomického růstu

Jeníček a Foltýn (2010, s. 31) popisují ekonomický růst. Autoři jsou tohoto názoru: *„Ekonomický růst vytváří materiální základ pro rozvoj společnosti, pro naplnění potřeb lidí a předpoklady pro zvyšování jejich životní úrovně.“* V této souvislosti uvádí Čadil (2010, s. 48), že literatura často předkládá dva související však odlišné pojmy, kterými jsou „ekonomický růst“ a „ekonomický rozvoj“. Ekonomickým růstem je myšlen nárůst potenciačního produktu, jež je s přirozenou mírou nezaměstnanosti konzistentní. Jedná se tedy o parametr, který je měřen kvantitativně pomocí hrubého domácího produktu (dále jen „HDP“), případně poměru HDP/obyvatele daného území. Ekonomický rozvoj je na rozdíl od ekonomického růst charakteristika jakosti, jedná se tedy o kvalitativní veličinu, na jejímž základě dochází k zvyšování jejich životní úrovně, tedy k zlepšení kvality životních podmínek obyvatel daného území.

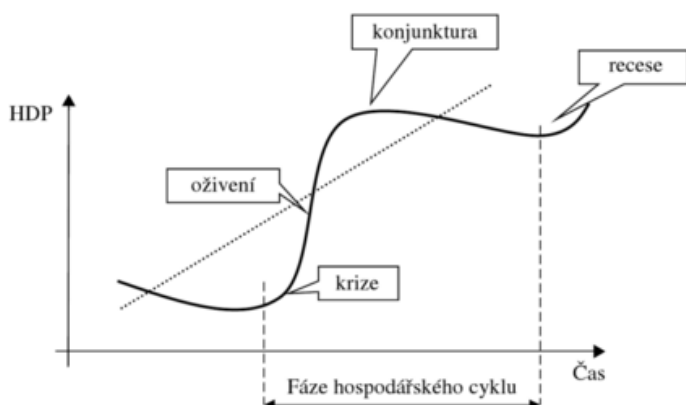
Žák (2002, s. 259) zdůrazňuje, že zdroje, kterými dochází k ekonomickému růstu, se rozlišují především na kvantitativní a kvalitativní zdroje. Mezi faktory ekonomického růstu řadíme především lidské zdroje (pracovní sílu – kvalifikace, množství práce), přírodní zdroje (nerostné bohatství, půda – množství, úrodnost) a kapitálové zdroje (zařízení, stroje – technická úroveň). Neumann, Žamberský a Jiránková (2010, s. 34) v této souvislosti uvádějí, že ekonomický růst lze znázornit graficky jako posun hranice výrobních možností. Hospodářského růst lze dle autorky dosáhnout např. v důsledku zvýšení národních zdrojů či zlepšením efektivity využití těchto zdrojů.

Dvořáček a Slunčík (2012, s. 77) se zabývají tržní ekonomikou. Podle autorů jsou pro tržní ekonomiku typickým rysem tzv. hospodářské cykly, které představují *„výkyvy celkové ekonomické aktivity vyznačující se současnou expanzí nebo kontrakcí produktu ve většině sektorů ekonomiky. K hospodářskému cyklu dochází, jestliže skutečný HDP vzhledem k potenciálnímu produktu roste (expanze) nebo naopak (klesá).“* Potenciačním produktem přitom např. Máče a Rousek (2013, s. 134) chápou *„udržitelnou kapacitu ekonomiky neboli produkt při plné zaměstnanosti.“* Jak uvádí Dvořáček a Slunčík (2012, s.

77) hospodářský cyklus, který je znázornění na obr. č. 4, se dělí podle svých výkyvů, resp. úrovní HDP na následující fáze:

- expanze – vzestupná fáze ekonomického cyklu;
- recese, případně dlouhodobá recese tj. deprese – sestupná fáze ekonomického cyklu.

**Obr. č. 4 Hospodářský cyklus**



Zdroj: Dvořáček, 2012, s. 22

Keřkovský a Vykypěl (2006, s. 43- 44) jsou toho názoru, že analytici, zabývající se vstupy podniků do jiného státu se při svých hodnoceních ekonomiky daného státu nejvíce soustředí na následující faktory:

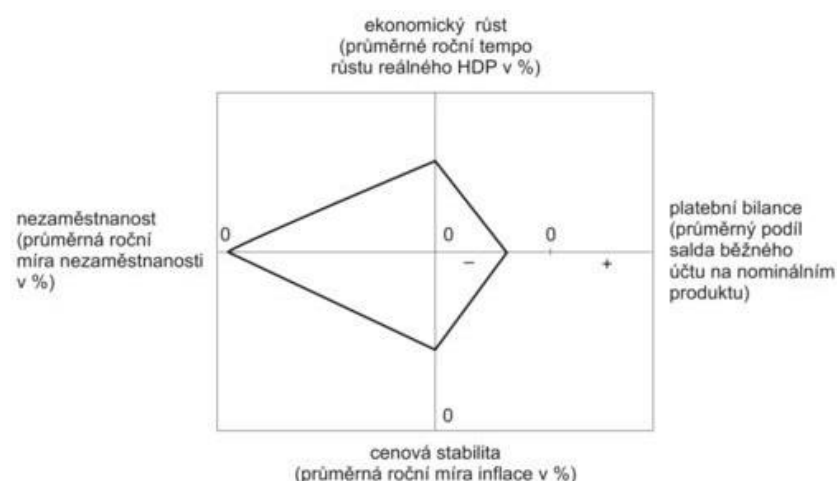
- politickou situaci v zemi a její vliv na dané hospodářství;
- deficit zahraničního obchodu, míru zadlužení státu, platební bilanci státu;
- stádium hospodářského cyklu tj. v jaké fázi se daná ekonomika nebo odvětví v ní nachází;
- situaci na kapitálovém trhu,
- hospodářskou politiku (podpora podnikání, regulace)
- fiskální politiku (daňové zatížení, vládní výdaje)
- monetární politiku (úrokové sazby, nabídka peněz, vývoj kurzu domácí měny k jiným kurzům zahraničních měn)
- míru inflace či deflace v daném hospodářství.

Keřkovský a Vykypěl (2006, s. 44) zároveň uvádějí, že všechny tyto faktory souvisí s tzv. magickým čtyřúhelníkem hospodářsko-politických cílů, který znázorňuje obrázek č. 5. Tento čtyřúhelník se skládá ze 4 komponentů, jimiž jsou:

- ekonomický růst;
- vnější ekonomická rovnováha (platební bilance);
- cenová stabilita (inflace);
- nezaměstnanost.

Autoři jsou rovněž toho názoru, že optimálním cílem je maximalizace přebytku platební bilance, maximalizace HDP, minimalizace inflace a míry nezaměstnanosti.

**Obr. č. 5 Magický čtyřúhelník**



Zdroj: Jurečka, 2010, s. 321

Jak je z modelu patrné, jedná se o dvě protichůdné strany, které naznačují nepatrný střet zájmů mezi inflací a ekonomickým růstem. S ohledem na téma této práce je však nutno dodat, že vazba mezi monetární politikou a ekonomickým růstem definována jednoznačně není. Charakter této vazby je spíše intuitivní a nepřímý. Jistá je skutečnost, že centrální banky svou monetární politikou zasahují do hospodářství jednotlivých států a jejich zásahy mají vliv i na ekonomický růst v dané zemi. Podstatou je tvorba příznivého stavu ekonomického rozvoje při nízké inflaci. (Černíková, online)

Z pohledu monetární ekonomiky je ekonomický rozvoj, tedy růst životní úrovně, který je podmíněn udržitelným ekonomickým růstem se stabilní cenovou hladinou dlouhodobým procesem. (Lacina, 2007, s. 303)

### 3.5 Mundell – Flemingův model

Mundell-Flemingův je rozšířený model IS-LM v podmínkách volného přesunu přeshraničního kapitálu, tedy při dokonalé kapitálové mobilitě v otevřené ekonomice. Dokonalou kapitálovou mobilitu lze nalézt zejména v malých otevřených ekonomikách, kde se vlády států snaží přilákat investory s přílivem zahraničního kapitálu formou zvýšení domácích úrokových sazeb. Zároveň daná ekonomika je ekonomikou malou, takže nemůže ovlivnit světové ceny. Tento model bývá často používán k analyzování efektů monetární či fiskální politiky v otevřené ekonomice. U otevřené ekonomiky se do většiny analýz a modelů zahrnuje vliv zahraničí, právě značnému ovlivnění hospodářství těchto malých, otevřených ekonomik. Tyto státy jsou propojeny se zahraničními subjekty pak prostřednictvím dvou klíčových cest, přes mezinárodní obchod a přes mezinárodní finanční trhy. Z pohledu vnější stability je významným aspektem zejména hodnota měnového kurzu, který udává míru dovozu a vývozu dané malé ekonomiky a tím i poptávku po produkci dané země. Je dobré zmínit, že efekt uplatňované politiky závisí na typu měnového kurzu, který je používán. (Chamberlin, 2006, s. 431)

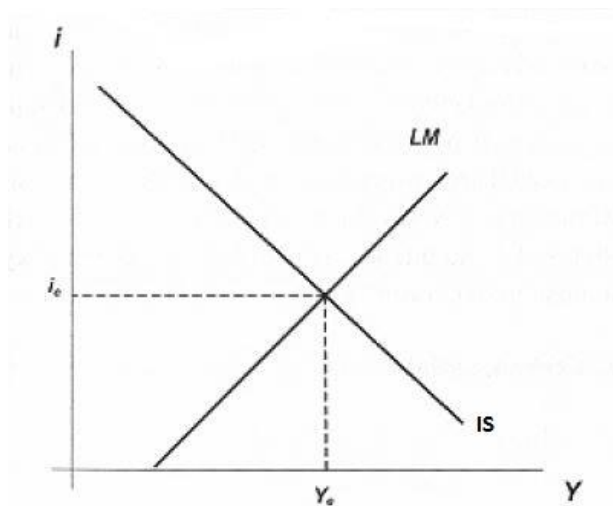
Jak uvádí Gray (2008, s. 120) přesto, že Robert Mundell i James Marcus Fleming pracovali samostatně, došli nezávisle na sobě ke stejným závěrům. A tak představili vylepšenou verzi modelu IS-LM, poprvé v roce 1962. Samotný model IS-LM prezentoval již John Hicks v roce 1937. A později byla rozšířena v roce 1949 Alvinem Hansenem. Revenda (2000, s. 425) popisuje: „*V modelu IS-LM vycházíme z předpokladu existence tří základních trhů. Model popisuje přímo situaci na dvou z nich – na trhu zboží a trhu peněz.*“ Model představuje vztah úrokové míry a HDP. Změnou v modelu IS-LM, se kterou přispěli Mundel (1962,1963) a Fleming (1962) bylo zahrnutí platební bilance. Mundel a Fleming představili běžný účet platební bilance (čistý export) a kapitálový účet, tyto dva účty začaly představovat tzv. vnější rovnováhu, jako doplněk k rovnováze vnitřní, která zahrnuje trh zboží (a služeb) a trh peněz. (Gray, 2008, s. 120) V této souvislosti

Soukup (2009, s. 199) popisuje, že jako většina modelů má však i tento model své předpoklady, kterými jsou:

- fixní cenová hladina (jako předpoklad nulové inflace);
- skuteční produkt je nižší než potencionální produkt, tedy  $Y < Y^*$ , což lze chápat jako skutečnost, že lze poptávku po produkci uspokojit, jelikož stále zůstává zásoba kapitálu. Zároveň je křivka agregátní poptávky AS horizontální, tj. jedná se o extrémní případ křivky AS, který předpokládá vše výše uvedené.

Při sestavování modelu vycházíme z modelu IS-LM, ve kterém přímka IS představuje trh zboží a přímka LM trh peněz. Na vertikální ose je úroková míra  $i$  a na horizontální ose je reálný produkt  $Y$ . Základní podobu modelu IS-LM ilustruje obr. č. 6, kde rovnováha nastává v průsečíku obou křivek. Přímka IS přitom představuje veškeré kombinace HDP a úroků, při kterých je trh zboží v rovnováze. Rovněž tak křivka LM představuje kombinace, při nichž je v rovnováze trh peněz. Nyní záleží na tom, jakým způsobem se pohlíží na poptávku po penězích, resp. jaký přístup k ní zvolíme. (Soukup, 2009, s. 199)

**Obr. č. 6** Rovnováha v modelu IS-LM

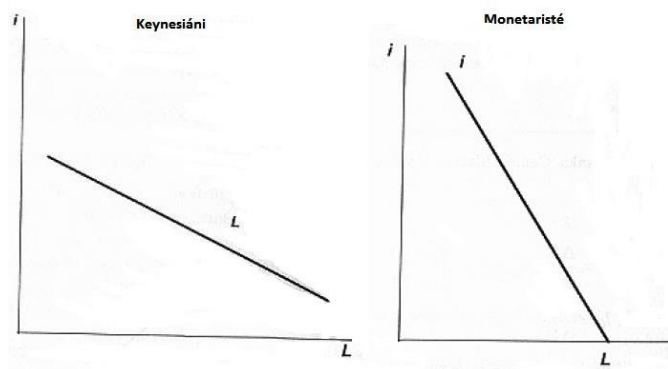


Zdroj: Soukup, 2009, s. 201

Revenda (2000, s. 436) řeší rozdílnost přístupu mezi keynesiánským přístupem a přístupem monetaristů, přičemž se domnívá, že rozdílnost názorů mezi keynesiánským a monetaristickým přístupem na účinnost měnová politika v tržní ekonomice lze nejlépe

vysvětlit právě pomocí modelu IS-LM a to na sklonu přímky LM. Měnová politika centrální banky se projevuje posunem křivky LM. Tyto posuny jsou ovšem též závislé na jejím sklonu, jak znázorňuje obr. č. 7. Soukup (2009, s. 203-205) popisuje problematiku následovně: „Keynesiánská teorie vychází z toho, že poptávka po penězích  $L$  významně závisí na úrokové míře  $i$ , v důsledku toho je křivka poptávky po penězích velmi plochá a koeficient  $h$  je velký. Monetaristé naopak předpokládají slabou závislost poptávky po penězích na úrokové míře  $i$ , čili koeficient citlivosti  $h$  je malý a predikovatelný. Křivka poptávky po penězích je klesající a velmi strmá...Mundel a Fleming předpokládají závislost poptávky  $L$  pouze na důchod  $Y$ .“

**Obr. č. 7 Přímka LM v keynesiánském a monetaristickém pojetí**

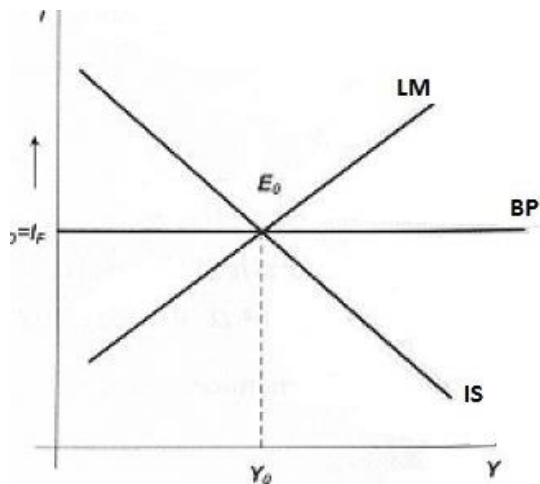


Zdroj: Soukup, 2009, s. 204-205

Na obrázku č. 8 je následně znázorněn Mundellův-Flemingův model. Jak zdůrazňuje Soukup (2009, s. 202), je křivka BP horizontální, což charakterizuje dokonalou kapitálovou mobilitu.



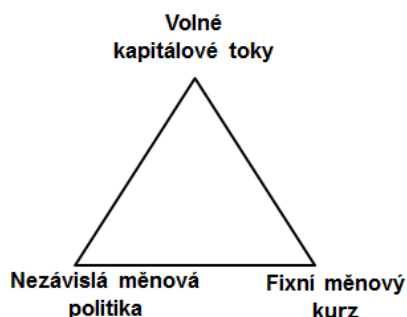
**Obr. č. 8 Rovnováha v modelu IS-LM-BP**



Zdroj: Soukup, 2009, s. 208

Autor též uvádí, že Mundellův-Flemingův model jasně dokládá, že je zcela nemožné současně provádět nezávislou měnovou politikou, zároveň udržovat fixní kurz měny a volný pohyb kapitálu. Je nutné vždy zhodnotit priority a jeden z těchto tří cílů vypustit, aby došlo k naplnění zbývajících. Tomuto vlivu se někdy říká tzv. trojúhelník nemožnosti. Tento trojúhelník znázorňuje obr. č. 9. Státy, které jsou malými otevřenými ekonomikami, si v rámci těchto tří cílů musí zvolit preferovanou variantu, čím se vzdávají variantu uvedené „na protějším rohu“. Většina států, které jsou malou otevřenou ekonomikou, volí nezávislé provádění monetární politiky spolu s otevřeností kapitálových toků. (Mundel-Flemingův model, online)

**Obr. č. 9 Trojúhelník nemožnosti**



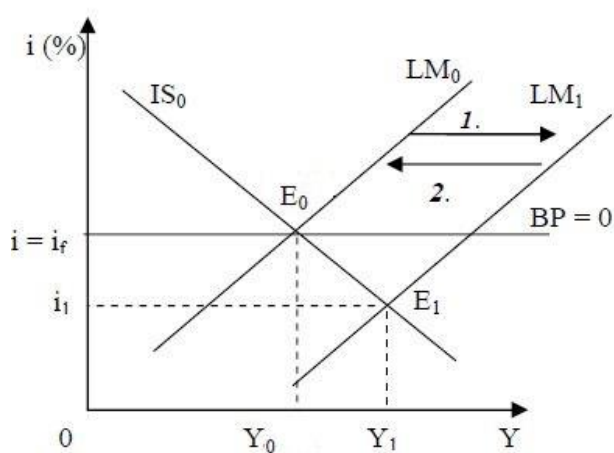
Zdroj: MUNDELL-FLEMINGŮV MODEL, online

### 3.5.1 Monetární politika v systému pevných kurzů

Za předpokladu, že se centrální banka rozhodne pro zvýšení HDP a chce ovlivnit nezaměstnanost k poklesu, provede měnovou expanzi, tj. nákup vládních cenných papírů za účelem zvýšení peněžní zásoby v dané ekonomice. Ilustrativně se tato situace projeví na obr. č. 10, kde výchozím bodem před operacemi centrální banky je stav  $E_0$ . Domácí úroková sazba  $i$  při produkci na úrovni  $Y_0$  je shodná se zahraniční úrokovou sazbou  $i_f$ . Cenová hladina je fixována. Peněžní expanzí, kterou provedla centrální banka, se do hospodářství (do oběhu) dostává více peněz, to se projeví jako posun křivky LM směrem doprava (dolů) z bodu  $LM_0$  na bod  $LM_1$  díky růstu peněžního agregátu  $M_1$  (většinou o 10% až 20%). Zároveň v tomto okamžiku dochází k poklesu úrokové sazby na novou úroveň  $i_1$  a zároveň k růstu reálného produktu  $Y_1$ , hospodářství se nachází v bodě  $E_1$ , který představuje vnitřní rovnováhu, neboť jak je patrné v bodě  $E_1$  se neprotínají všechny tři přímky, ale pouze přímka LM a IS. Vnější rovnováha je deficitní. A jak je patrné, domácí úroková míra je na nižší úrovni než úroková míra v zahraničí. Za těchto předpokladů se investoři budou ohlížet po úrokových sazbách v zahraničí, což by způsobilo významný odliv zahraničního kapitálu a tlaku na znehodnocení měnového kurzu. Ale jelikož centrální banka má za cíl udržení fixního (pevného) kurzu na určité hladině, potřebuje zabránit devalvaci domácí měny. Její reakcí bude tedy prodej zahraniční měny z devizových rezerv za domácí měnu. Tímto krokem se nabídka peněz v ekonomice sníží, což se projeví posunem křivky LM doleva, až do bodu, kdy se opět úroková míra  $i$  bude rovnat zahraniční úrokové míře  $i_f$ . V podmínkách fixního kurzu se tak přímka LM vrací do své původní polohy  $E_0$ , což vyjadřuje, že dochází k obnovení původní rovnováhy a měnová politika se v tomto případě (u fixních kurzů) mívá účinkem, jelikož konečný vliv na HDP chybí. Zároveň se tedy jedná i o monetární restrikcí vyvolanou expanzivní monetární politikou. Soukupa (2009, s. 210-211).

Podle Soukupa (2009, s. 211) Centrální banky tedy v podmínkách fixních kurzů podle „nemůže kontrolovat peněžní zásobu, protože kontroluje kurz měny, endonigizuje peněžní zásobu.“ Proces ustanovení rovnováhy můžeme zapsat i tímto zápisem:  $\uparrow M/P \rightarrow \uparrow Y, \downarrow i$  (bod  $E_1$ )  $\rightarrow i < i_f \rightarrow$  odliv kapitálu  $\rightarrow$  tlak na znehodnocení měny  $\rightarrow$  intervence CB  $\rightarrow \downarrow M/P \rightarrow \uparrow i \rightarrow i = i_f \rightarrow$  bod  $E_2 = E_0, Y_2 = Y_0$  (Fiskální a monetární politika v modelu IS-LM-BP, online)

**Obr. č. 10 Monetární expanze u fixních kurzů**



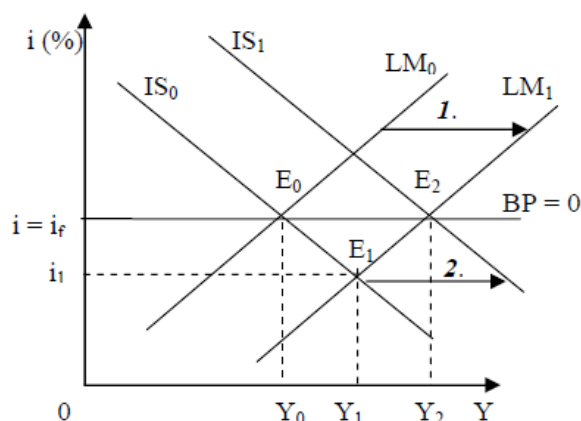
Zdroj: Fiskální a monetární politika v modelu IS-LM-BP, online

### 3.5.2 Monetární politika v systému plovoucích kurzů

U tohoto režimu kurz domácí měny odráží situaci na měnovém trhu. Centrální banka formou měnové expanze zvýší peněžní zásobu v daném hospodářství. Monetární expanze v případě systému plovoucího (flexibilního) kurzu domácí měny znázorňuje obr. č. 11. Výchozím bodem rovnováhy bude opět bod  $E_0$ . Vzhledem k tomu, že se v tomto bodě střetávají všechny tři přímky, představuje bod vnitřní i vnější rovnováhy. Centrální banka provede měnovou expanzi a dojde k zvýšení peněžní zásoby, tj. množství peněz v oběhu, křivka LM se posouvá směrem vpravo z bodu  $LM_0$  do bodu  $LM_1$ . Zároveň dojde k růstu reálného produktu na  $Y_1$ . A ke snížení úrokové sazby na úroveň  $i_1$ , tudíž domácí úroková míra je nižší než zahraniční úroková míra  $i_f$ , což signalizuje odliv zahraničních investic do země s vyšší úrokovou sazbou. Tím, že domácí úroková sazba klesla, však způsobila vyšší poptávku po spotřebě a investicích zejména domácích subjektů, což vyvolává tlaky na znehodnocení domácí měny. Vzhledem k tomu, že se jedná o systém plovoucího měnového kurzu, centrální banka většinou neintervenuje ve prospěch udržení kurzu domácí měny na určité úrovni. Následná depreciace měnového kurzu znamená levnější export a vyšší konkurenceschopnost dané ekonomiky. Dovoz je v případě znehodnocení domácí měny dražším a situace vede tedy k nárůstu čistého exportu, tj. země více vyváží. Nárůst čistého exportu znamená růst agregátní poptávky. Křivka trhu zboží se posouvá

směrem doprava z bodu  $IS_0$  do bodu  $IS_1$  a dochází ke zvýšení produktu  $Y$ . Vzniká nová rovnováha v bodě  $E_2$ , které představuje vyšší produkt. (Soukup, 2009, s. 213)

**Obr. č. 11 Monetární expanze u flexibilních kurzů**



Zdroj: Fiskální a monetární politika v modelu IS-LM-BP, online

Celou situaci lze popsat následovně:  $\uparrow M/P \rightarrow \uparrow Y, \downarrow i$  (bod  $E_1$ )  $\rightarrow i < i_f \rightarrow$  odliv kapitálu  $\rightarrow$  znehodnocení měny  $\rightarrow \uparrow EX, \downarrow IM, \rightarrow \uparrow NX \rightarrow \uparrow AD \rightarrow \uparrow Y \rightarrow$  bod  $E_2 \rightarrow Y_2, i = i_f$  (Fiskální a monetární politika v modelu IS-LM-BP, online)

### 3.6 Transmisní mechanismy

Ptatscheková a Dittrichová (2013, s. 29) se domnívají, že: „Měnová politika se provádí prostřednictvím řetězce kauzálních vztahů, tzv. transmisního mechanismu. Transmisní mechanismus měnové politiky je vymezován jako řetězec ekonomických vazeb, prostřednictvím kterého se změny v nastavení měnově politických nástrojů promítají do změn makroekonomických proměnných.“ Žák (2002, s. 435) uvádí, že transmisní mechanismy lze podle operativních a zprostředkujících cílů rozdělit na tři základní druhy: měnový, úvěrový, kursový transmisní mechanismus. Revenda (2000, s. 191) uvádí, že: „Měnový transmisní mechanismus představuje jeden z možných postupů provádění měnové politiky.“ Autor dále popisuje, že měnový mechanismus je účinný za předpokladu splnění těchto podmínek:

- centrální banka je schopna ovlivnit svými nástroji měnovou bázi či složky měnové báze;
- existuje znalost a relativní stabilita mezi vývojem měnové báze a vývojem měnových agregátů;
- existuje znalost a relativní stabilita mezi vývojem cenových agregátů a vývojem cenové hladiny (inflace) nebo nominálního HDP.

Měnové agregáty jsou peníze, které jsou v dané ekonomice oběhu. Dělení měnových agregátů je ustanoveno na základě jejich likvidity, tj. rychlosti směnitelnosti za hotovost. Měnovou báze pak představuje celková suma hotovostního oběživa, které drží domácí nebankovní subjekty a veškeré rezervy domácího bankovního sektoru v domácí měně. (Revenda, 2000, s. 86-88) Měnový mechanismus funguje na principu změny měnového agregátu pomocí snížení či zvýšení měnové báze pomocí tzv. peněžního multiplikátoru. Pokud centrální banka provádí restriktivní politiku, dochází k poklesu cenové hladiny, v případě expanzivní měnové politiky k nárůstu cenové hladiny. (Revenda, 2000, s. 206-209) Úvěrový transmisní mechanismus představuje situaci, kdy se centrální banka snaží ovlivnit měnovým agregátem množství poskytnutých úvěrů v hospodářství pomocí na krátkodobé úrokové míry s cílem poklesu cenové hladiny, případně nominálního HDP. (Revenda, 2000, s. 206-209).

(Revenda, 2000, s. 241) zároveň uvádí: „*Základní rozdíl kursového transmisního mechanismu měnové politiky ve srovnání s měnovým a úvěrovým mechanismem spočívá především ve dvou skutečnostech.*“ Jedná se především o to, že zprostředkující i plnící kritérium představuje jediná veličiny, kterou je měnový kurz. Druhou věcí je skutečnost, že lze tohoto mechanismu využít jen v případě fixního měnového režimu a zároveň transakce je velmi složitá. Někdy se měnový mechanismus označuje i jako monetaristický transmisní mechanismus, neboť se řídí zásadami monetarismu. Monetaristické vysvětlují transmisní mechanismus pomocí důchodové verze kvantitativní teorie peněz, která představuje následující vztah:  $M \cdot V = P \cdot Y$ , kde M je peněžní zásoba, V je důchodová rychlost obratu peněz, P je agregátní cenová hladina a Y je reálný hrubý domácí produkt. Znamená to, že změny v peněžní zásobě se odrazí krátkodobě na změně produktu a z dlouhodobého hlediska pak na cenové hladině. Z tohoto pohledu existuje tedy spojitost mezi růstem peněžní zásoby a růstem produktu. (Revenda, 2001, s. 191 a Jílek 2004, s. 459)

Naopak kurzový transmisní mechanismus bývá představován i jako keynesiánský transmisní mechanismus. Žák (2002, s. 77) k tomuto dodává: „*Negativní vztah mezi cenovou hladinou a celkovými výdaji bývá interpretován také pomocí tzv. Keynesova efektu (keynesiánský transmisní mechanismus), kde spojení mezi celkovými výdaji ekonomiky a cenovou hladinou je zprostředkováno přes trh obligací (resp. úrokovou sazbu)*“ Oba mechanismy znázorňuje obr. č. 12.

**Obr. č. 12 Transmisní mechanismy**



Zdroj: vlastní zpracování na základě Revenda, 2000

Jak popisuje Revenda (2001, s. 487), uvádí, že existují i další typy měnových mechanismů, které se vyvinuly v důsledku problémů s těmito mechanismy, resp. jejich nedostatky vedly k hledání dalších cest, kterými se dala provádět monetární politika. V důsledku toho řada centrálních bank přistoupila na tzv. přímé cílování inflace vyznačující se tím, že zprostředkující kritérium v tomto případě neexistuje a centrální banky se snaží „trefit“ inflační cíl prostřednictvím své krátkodobé úrokové sazby přímo. Jak autor uvádí, toto cílování lze vyjádřit pomocí dvou vztahů následovně:

$$\Delta IR = f(p^{T,i} - p^{P,i});$$

$$p = g(M, X_1 \dots X_n);$$

kde  $\Delta IR$  je změna operativní úrokové míry,  $p^{T,i}$  je inflační cíl v konkrétním roce  $i$ ,  $p^{P,i}$  je inflační prognóza pro rok  $i$ ,  $M$  je relativní změna peněžní zásoby,  $X_1$  relativní změna ostatních indikátorů v konkrétním roce,  $X_n$  jsou relativní změny ostatních indikátorů inflace.

Koderová, Sojka a Havel (2008, s. 208-209) popisují, že monetární politika zaměřená na inflaci jako svůj klíčový cíl vychází také z keynesovské ekonomie z toho důvodu, že dle autorů nebyla cenová stabilizace naplněna formou monetaristického pojetí. Autoři dále uvádějí, že základem nového konsensu je stabilizace všeobecné cenové hladiny, tedy vlády nad inflací a to pomocí nástroje, kterým jsou úrokové sazby. Tento konsensus, který se opírá o aktivní politiku centrální banky, má podle autorů následující charakter:

- cenové hladiny je konečným determinantem měnové politika;
- klíčovým nástrojem měnové politiky jsou krátkodobé nominální úrokové sazby, kterými centrální banka reaguje na danou ekonomickou situace v zemi.

## 4 Měnová politika v České republice

Měnová politika je v České republice vykonávána Českou národní bankou, která působí jako centrální banka pro bankovní trh od rozpadu Československa jako v podstatě nástupnická centrální banka po Státní bance československé. Hospodářské problémy komunistických zemí v období druhé poloviny 80. let dvacátého století, které v konečném důsledku pomohly k rozpadu totalitního bloku, vedly po samotové revoluci na území Československa opět k dvoustupňovému modelu bankovního systému, který se skládá z jedné nadřazené centrální banky a řadě komerčních/obchodních bank, které podnikají na bankovním trhu. V souvislosti s novým demokratickým uspořádáním a potřebou transformace ekonomiky došlo ke změnám řady zákonů. Přizpůsobení v bankovním sektoru začalo zřízením bankovní rady na základě ústavního zákona č. 556/1990 Sb., kterým se měnil zákon o československé federaci. Od té doby plnila bankovní rada, jak se uvádí na stránkách o historii ČNB *„funkci zaštiťujícího orgánu vůči třem rovnocenným výkonným orgánům (ústředí a dva hlavní ústavy). Hlavní ústavy pak řídily pobočky (sídlicí v krajských městech) na území příslušných republik.“* (Státní banka československá- centrální banka, online). Jak uvádí Palouček (2006, s. 40): *„Počet bank se velice rychle zvyšoval do konce roku 1993, potom po několik let stagnoval.“*

Následně zákon o Státní bance československé č. 22/1992 Sb., deklaroval od roku 1992 nezávislost centrální banky. Ovšem Státní banka československá působila na území České republiky pouze rok, s rozdělením Československa na dva svébytné státy, Českou a Slovenskou republiku, nabyt účinnosti od 1. ledna 1993 zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, který tuto novou organizaci ustanovil centrální bankou České republiky. Tento zákon, stejně jako jiné zákony za dobu jeho působnosti doznal změn a přizpůsobil se aktuálním podmínkám ve finanční sféře. (Státní banka československá- centrální banka, online)

*„Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie.“*



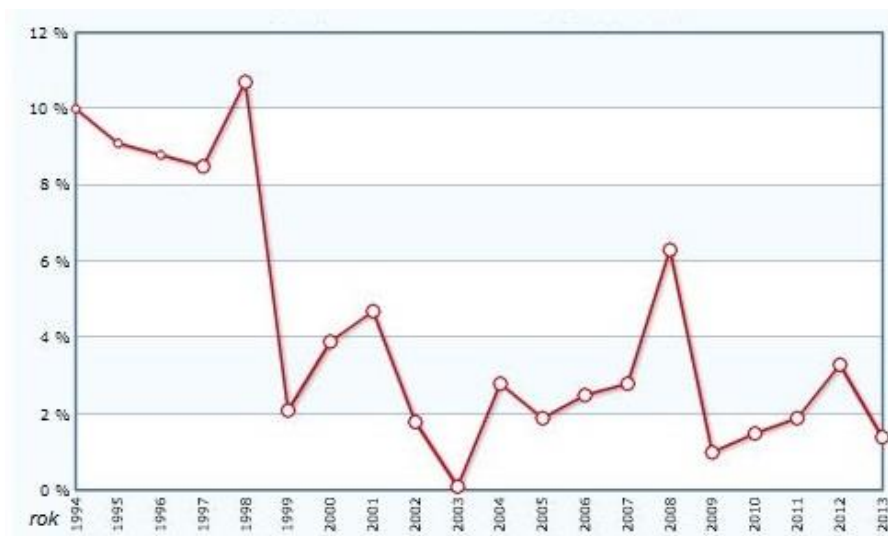
*Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství.*“(zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v aktuálním znění, § 2 odst. 1)

Úkoly, které České národní bance (dále jen „ČNB“) vymezuje současný zákonný rámec, v souladu se zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance, v aktuálním znění, § 2 odst. 2 a § 44 jsou následující:

- emitovat bankovky a mince;
- určovat měnovou politiku;
- řídit peněžní oběh, platební styk a zúčtování domácích bank a zahraničních bank, které vykonávají bankovní činnosti na území České republiky;
- vykonávat dohled nad finančním trhem (banky, pojišťovny, obchodníci s cennými papíry apod.);
- monitorovat a posuzovat rizika ohrožující případnou finanční stabilitu systému a v zájmu snižování a předcházení těchto rizik přispívat svými pravomocemi k odolnosti finančního systému a udržení finanční stability a vytvářet tak prostředí obezřetnostní makroekonomické politiky;
- v případě potřeby spolupracovat s orgány státu na tvorbě obezřetnostní makroekonomické politiky.
- další činnosti blíže nspecifikované podle zákonného rámce České republiky.

V současné době ČNB razí z hlediska monetární oblasti politiku cílování inflace. Proč tomu tak je, co tomu předcházelo a jaký má tato strategie dopad na hospodářský růst, bude probráno v následujících podkapitolách. Obrázek č. 13 ilustruje vývoj inflace po zkoumané období.

**Obr. č. 13 Průměrná roční míra inflace v České republice v letech 1994-2013**



Zdroj: ČSÚ, online

#### **4.1 Měnová politika v letech 1993-1997**

Od počátku existence ČNB byla tato instituce nezávislé na vládě v souladu s § 9 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, a zároveň jejím úkolem bylo určovat měnovou politiku, jak praví § 2 téhož zákona. Z politického, sociálního i ekonomického hlediska zažívala Česká republika na počátku 90. let 20. století velmi bouřlivé období, plné změn a zvrátů v posud zažitých principech. Hospodářství stagnovalo, inflace se pohybovala na úrovni 20%. První inflační šok zažilo Československo zejména s trojnásobnou devalvaci měny a se zrušením tzv. záporné daně v roce 1990, což způsobilo značný nárůst cen výrobků. Na vysokou inflaci měla podíl i liberalizace cen v roce 1991, kdy v tomto období inflace vzrostla na 55%. (Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí, online)

Revenda (2000, s. 604) popisuje, že ČNB prováděla měnová politiky v tomto období v souladu s měnovým transmisním mechanismem, kde zprostředkujícím kritériem byl měnový agregát M2.

V roce 1993 byla stanovena hodnota daně z přidané hodnoty ve výši 23%, což způsobila v krátkém období druhou vlnu vysoké inflace. Pro svou monetární politiku volí v té době ČNB dva základní pilíře, na nichž hodlá stavět. Jsou jimi systém pevného kurzu české koruny vůči měnovému koši pěti cizích měn a cílování vývoje peněžní zásoby. Fixní kurz české koruny se od roku 1993 až do roku 1996 omezoval na úzké rozpětí oscilace  $\pm 0,5\%$ . Koš pěti měn, ke kterým byl kurz české koruny navázán, představovaly měny 5 států, tedy USA (americký dolar, USD) a další evropské státy jako je Rakousko (rakouský šilink

ATS), Švýcarsko (švýcarský frank, CHF), Francie (francouzský frank, FRF), Německo (německá marka, DEM). Váhy, těchto měn v měnovém koši se stanovili podle jejich významnosti v českém, resp. československém obratu následovně: USD 49,07%, DEM 36,15 %, ATS 8,07%, CHF 3,79% a FRF 2,92%). Posléze se návaznost kurzu domácí měny v měnovém koši zúžila, kurz české koruny byl navázán pouze 2 zahraniční měny. Koruna byla ovlivněna vývojem německé marky, jako nejdůležitější lokální měny v oblasti a amerického dolaru, jako světové měny. Poměr měnového koše tak od dubna 1993 představoval DEM s 65% a USD s 35% podílu. (Černohorský, Teplý, 2011, s. 185)

Daný charakter měnové politiky byl zvolen v daném období tak, aby „*plnil úlohu nominální transformační kotvy.*“ (Česká národní banka 1993-2003, online)

Vzhledem k přešlé devalvaci měny bylo plnění tohoto cíle měnové politiky téměř bezproblémové. „*Fixní kurz ukotvoval vývoj cen prostřednictvím cen dováženého zboží a stanovením cíle v peněži zásobě bylo možné reagovat na vnitřní šoky... K tomu přispěl i tzv. "devalvační polštář", tj. na začátku transformace výrazně oslabený nominální kurz. Tento polštář na jednu stranu vytvořil domácím podnikům časový prostor dočasným zvýšením cenové konkurenceschopnosti jejich výrobků na světových trzích, na druhou stranu je ale nenutil k aktivnější restrukturalizaci*“ (Měnová politika fixního kurzu a cílování peněžní zásoby, online)

Z hlediska strategie měnové politiky se ohledně cílování peněžní zásoby ČNB inspirovala volbou *Bundesbank*, jako centrální německé banky. Jako peněžní agregát, pomocí kterého bude ČNB ovlivňovat vývoj měnové báze, byl zvolen agregát M2, který zahrnuje M1 (oběživo a vklady na viděnou) a dále terminované a cizoměnové vklady. V letech 1994 – 1995 dochází k dynamickému růstu českého hospodářství, které sebou přináší pozitivy jako byl nárůst domácího produktu o 5 % při nízké nezaměstnanosti ve výši 3%, poklesu inflace na hladinu 10 % a poměrně vyrovnané platební bilanci a nebývale vysoký příliv zahraničního kapitálu do malé otevřené ekonomiky jakou Česká republika je. (Česká národní banka 1993-2003, online). Např. Židek (2006, s. 68) v této souvislosti uvádí, že „*příliv zahraničního kapitálu, který začal od roku 1993 sílit, znamenal, že centrální banka musela svou politiku soustředit na udržení kurzu. Tato skutečnost vlastně znamenala omezení autonomie centrální banky.*“

Jak uvádí Černohorský a Teplý (2011, s. 185), od září 1995 jsou odstraněna i omezení a koruna se stává plně směnitelnou. Jak popisuje Revenda (2000, s. 604), došlo k tomu v souvislosti s platností zákona č. 219/1995 Sb., devizový zákon, avšak fixní kurz byl zachován. *„Postupně však narůstal tlak na zhodnocení koruny. Vzhledem ke dvěma výše uvedeným základním cílům měnové politiky bylo nutné řešit dilema preference jednoho z nich ...problém byl řešen rozšířením pásma fluktuace kurzu, s účinností od 28. února 1996 na  $\pm 7,5$  %. Tím se pro zahraniční investoři zvýšilo kurzové riziko a klesly podněty k investicím do České republiky spojené s vysokým kladným úrokovým diferenciálem jako rozdílem mezi úrokovou mírou v České republice a úrokovými mírami v zahraničí.“*

Z hlubšího pohledu se však začínají projevovat nedostatky, které se odrazily v čase budoucím a byly způsobeny zejména vysoké přílivem zahraničního kapitálu, který měl především krátkodobou spekulativní formu, změnou salda platební bilance z kladné hodnoty na zápornou, dále vysokými přírůstky mezd, které nebyly kryty adekvátně růstem domácí poptávky, která nebyla v souladu s růstem HDP. Všechny tyto záležitosti představovaly tzv. přehřátí ekonomiky. S postupným zadlužováním České republiky, jak navenek, tak uvnitř vniká problémy v domácím bankovním sektoru. V prostředí úvěrové expanze a nedokonalých bonitních a kontrolních systémů jednotlivých komerčních/investičních bank, rovněž nedostatečné regulaci půjčování se problémy objevují i u bank. Bankovní sektor byl v té době v krizi, neboť měl řadu především podnikatelských úvěrů, které nebyly spláceny a zároveň však neměly adekvátní zajištění, které by po prodeji pokrylo případné ztráty. Většina bankovních domů, tak nesplácené úvěry řešila opětovnými úvěry v naději, že se situace podniků obecně zlepší a poskytnuté prostředky se vrátí v horizontu let přece jen zpět. Udržovaly tak v provozu především významné podniky, které se teprve „transformovaly na tržní hospodářství“. (Česká národní banka 1993-2003, online) Jak popisuje Revenda (2000, s. 587) u špatných, tj. klasifikovaných úvěrů lze v zásadě v té době rozlišit dva druhy úvěrů, a to z časového hlediska. Tzv. „staré“ podnikové úvěry tvořily závazky podniků, které byly poskytnuté před rokem 1990 Státní bankou československou. Tyto úvěry byly poskytovány v tehdejší totalitním režimu státním podnikům většinou bez zajištění. Druhou skupinou jsou „nové“ úvěry, které představují půjčky poskytnuté podnikům již nově vzniklými komerčními subjekty tj. komerčními/investičními bankami v novém dvoustupňovém bankovním sektoru, kde někteří podnikatelé rovněž nedodržovali splátkový režim. Tato

situace se dříve či později musela projevit v jednání České národní banky, i v její monetární politice.

#### 4.2 Měnová politika v letech 1997-2013

Dvořák (1999, s. 122) uvádí, že ČNB přešla na systém řízeného plovoucího kurzu od 27. května 1997, kdy zároveň ukončila i obchodování v rámci fixace devizového kurzu. Přelomovým rokem ve změně měnové politiky ČNB je právě rok 1997. K tomuto kroku vedly ČNB jako centrální banku především tyto důvody:

- situace v bankovním sektoru s klasifikovanými úvěry;
- spekulativní útoky na českou měnu (její oslabování) v době zpomalení tempa ekonomického růstu.

Revenda (2000, s. 605) v této souvislosti uvádí, že „*především z důvodu narůstajících schodků v obchodní bilanci došlo v roce 1997 ke klasickému spekulativnímu útoku na českou korunu, který začal 13. května. Měnový kurs české koruny se v květnu postupně dostal až na hranici devalvačního pásma. Česká národní banka začala masivně intervenovat, a to jednak nepřímo výrazným zvyšováním diskontní sazby a zejména lombardní a repo sazby a jednak přímo nákupy koruny za zahraniční měnu. Centrální banka rovněž doporučila (22. května) obchodním bankám nepůjčovat prostředky nerezidentům. Za klíčovou intervenci bývá označována přímá intervence z 23. května, těsně před víkendovým uzavřením trhů v Londýně a v New Yorku. Načasování a provedení této intervence bylo následně vysoce hodnoceno finančními trhy. Přesto však centrální banka musela čtyři dny později, zejména z důvodu značného poklesu devizových rezerv, přejít na nový kursový režim.*“ ČNB se tedy snaží v té době omezit peněžní zásobu formou intervencí, a následovně (Výroční zpráva ČNB, 1997, online):

- zvýšením lombardní sazby z 14% na 50%;
- zvýšením a diskontní sazby z 10,5 % na 13%,
- zvýšením repo sazby na 75%,
- omezením přístupu ke korunovým úvěrům.

Rovněž se nabízí otázka, jakou cestou se mohla ČNB především po spekulativních útocích na kurz české koruny vydat. Jednak by ČNB mohla zůstat u režimu cílování devizového kurzu za předpokladu zvolení jiné základní směnitelnosti ke koši měn a jiného flukтуаčního pásma, popř. by mohla zvolit systém měnového výboru. To ovšem vzhledem

k velmi nízkým devizovým rezervám a předchozím zkušenostem s udržení fixního kurzu bylo pravděpodobně nemyslitelné. Hospodářství bylo tou dobou velmi citlivé na jakékoliv kurzové výkyvy a důsledkem nárůstu špatných úvěrů i změny úrokových sazeb. Druhou možností by bylo cílování měnových agregátů, ale jak bylo v praktické části řešeno, měnová politika touto formou je značně problematická. Touto cestou se tedy ČNB rovněž nevydává. Obdobně je tomu i u cílování jiné veličiny v rámci režimu s implicitní nominální kotvou, jejíž problematika byla rovněž vysvětlena v praktické části. Logickým vyloučením tedy zbývá režim cílování inflace, který se rozšířil v 90. letech 20. století.

Z hlediska strategie tedy Česká národní banka se po opuštění strategie měnové politiky v podobě řízeného fixního kurzu zaměřuje na měnovou politiku formou cílování inflace. (Historie měnové politiky na území České republiky, online) Při této formě měnové politiky neexistovalo zprostředkující kritérium a operativním kritériem byla opět krátkodobá úroková míra. Konečným cílem byla tzv. „čistá inflace“, která byla založena na indexu spotřebitelských cen, který byl upraven o vliv regulovaných cen, nepřímých daní a rušení dotací. V prvních třech letech, tedy v období 1998-2000 ČNB neodhadla inflaci a vždy došlo k „podstřelení“, tj. skutečná inflace byla v tomto období výrazně pod úrovní čisté inflace, kterou zvolila ČNB jako cílovou hodnotu. (Revenda, 2000, s. 606-607). Tuto skutečnost dokládá tabulka č. 1. „ČNB postupně cílování inflace kultivovala, zvyšovala kvalitu svého analytického a prognostického aparátu a otevírala se veřejnosti.“ Zároveň se oprostila od indikátoru „čisté inflace“ a začala stanovovat cíl na základě celkové inflace podle spotřebitelských cen. (Historie měnové politiky na území České republiky, online) Inflační cíle ČNB pro roky 1998-2000 tedy splněny nebyly. ČNB musela najít východisko.

**Tabulka č. 1 Inflační cíl ČNB a skutečná inflace**

<b>rok</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
inflační cíl – hodnoty čisté inflace	5,5%-6,5 %	4%-5%	3,5% -5,5 %
skutečná hodnoty čisté inflace	1,7 %	1,5%	3,0%

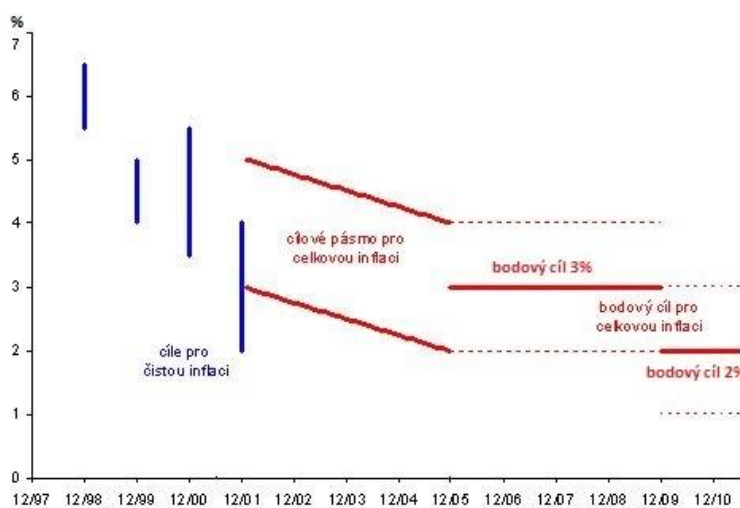
Zdroj: zpracováno na základě Revenda, 2000 a ČNB, online

A to i vzhledem ke skutečnosti, že měnová politika formou cílování inflace měla českému hospodářství poskytnout (Česká národní banka 1993-2003, online):

- nový cíl, který bude jasně definovaný a bude zabezpečovat dezinflační proces;
- prvek jistoty s dopadem do cen a do mezd;
- konsistentní schéma zabezpečující transparent politiky ČNB;
- zpřesnění vztahu mezi inflací a měnovou bází.

Východiskem je právě změna kritéria daného cíle v podobě celkové inflace. Inflační cíle ČNB rovněž ilustruje obrázek č. 14, ze kterého je patrný rozdíl mezi cílování čisté inflace (modře znázorněné) v období od 1998 až 2001 a cílováním celkovou inflaci (červeně znázorněno), které bylo v letech 2002 až 2005 klesající. Od roku 2006 ČNB vyhláší tzv. bodový cíl. V letech 2006 až 2009 měl podobu inflačního cíle ve výši 3%, od roku 2010 pak hodnotu 2% (vše červeně vyjádřeno). (Cílování inflace v ČR, online) České hospodářství je vystavována vnějším i vnitřním „šokům“. Mezi vnější šoky patří např. změna poptávky po českém exportu či změny cen surovin jako je ropa. Za vnitřní šoky se dají považovat daňové změny, přírodní katastrofy apod. Tyto inflační šoky mají vliv na vývoj cenové hladiny, resp. inflaci. ČNB se od roku 2006 snaží udržet inflaci prostřednictvím změn v úrokových sazbách a stanoveného bodového cíle. (Koprnická, online)

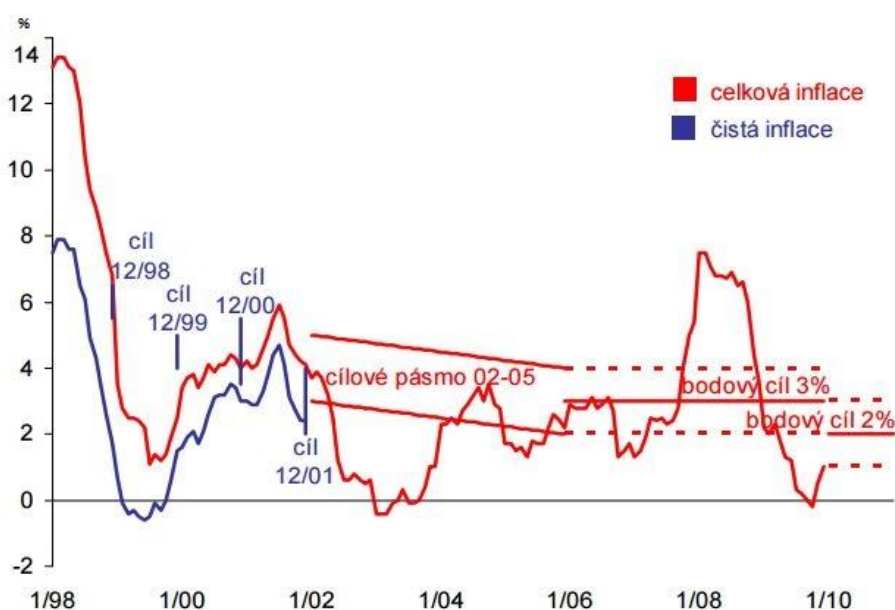
**Obr. č. 14 Inflační cíl ČNB**



Zdroj: ČNB, online

Obrázek č. 15 nabízí pro srovnání plnění inflačního cíle ČNB. Jak je z obrázku patrné v některých případech jsou predikce a cíle ČNB ohledně cílování inflace nadhodnoceny či podhodnoceny, ale v průměru jsou v tomto období dodržovány. (Koprnická, online) Jak je z obrázku č. 14 patrné, že ČNB svůj režim cílování zavádí v období poměrně vysoké inflace. Zároveň je vidět zřetelně, že po roce 2007 měla na inflaci vliv i celosvětová finanční krize, která se dostala do České republiky a s mírným zpožděním se pak projevuje i na nárůstu cenové hladiny.

**Obr. č. 15 Plnění inflačních cílů ČNB**



Zdroj: ČNB, prezentace Koprnická, online

Po celkové doplnění situace v České republice v inkriminovaném období let 1998 až 2000, kdy Česká republika „cílovala“ na základě „čisté inflace“, nabízí přehled o některých makroekonomických a finančních ukazatelích tabulka č. 2. Jak je z této tabulky patrné, v roce 1999 došlo k velkému procentuálnímu snížení inflace. Ekonomika začala v roce 2000 stoupat. Zároveň je v letech 1999 a 2000 patrná významnější změna měnového agregátu M2. Nárůst devizových rezerv ČNB je za zmiňované období let 1998-2000 na relativně stejné úrovni. Míra nezaměstnanosti i reálné mzdy rostou za toto období mírným tempem.



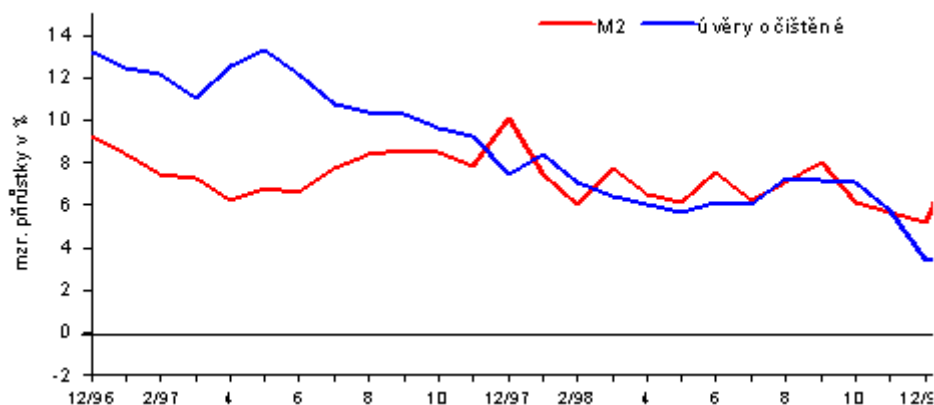
**Tabulka č. 2 Základní makroekonomické a bankovní ukazatele**

	1998	1999	2000
reálný HDP (změna v %)	-2,2	-0,2	2,9
inflace- spotřebitelské ceny-průměr (v %)	10,7	2,1	3,9
měnový agregát M2 (změna v%)	5,2	8,1	7,5
devizové rezervy ČNB (na konci roku, mld. USD)	12,6	12,8	13,1
reálné mzdy (změna v %)	-2,3	3,8	0,9
Míra nezaměstnanosti (na konci roku v %)	7,5	9,4	8,8

Zdroj: Revenda, 2000

Zároveň je nutné podotknout, že s rokem 1999 nastává nárůst meziročních přírůstků peněžní zásoby. Jak uvádí ČNB: „Meziroční dynamika se zvýšila z cca 5 % koncem roku 1998 na cca 10 % koncem května 1999. Vzniká otázka, co v situaci pokračující nízké úvěrové emise bank způsobuje nárůst těchto meziročních přírůstků M2. V souladu se stávajícím kurzovým režimem, kdy centrální banka víceméně neprovádí žádné devizové intervence, byl až do konce roku 1998 vývoj peněžní zásoby ovlivňován především vývojem úvěrové emise bank vůči podnikům a obyvatelstvu. Významnější úloha vnějšího sektoru v nabídce peněz nebyla zřejmá.“ (Analýza vývoje peněžní zásoby, online) Stejnou dynamiku mezi M2 a úvěrovou emisí v období do konce roku 1998 ilustruje obr. č. 16.

**Obr. č. 16 Vývoj peněžní zásoby a úvěrové emise bank**

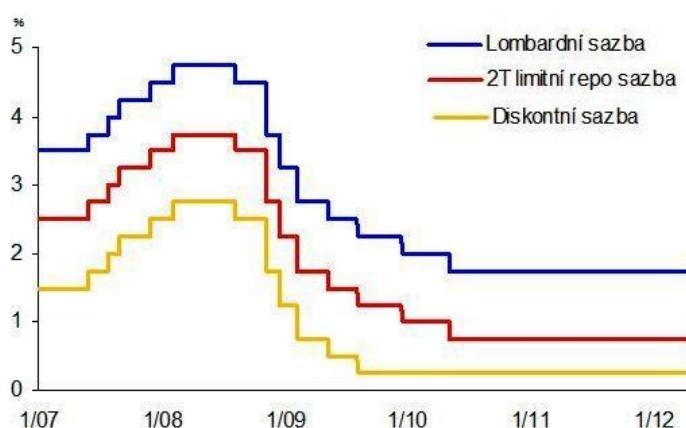


Zdroj: ČNB, online

V květnu roku 2004 se v souvislosti se vstupem České republiky k Evropské Unii tento stát zavázal k budoucímu přijetí měny Euro, jako společné evropské měny. Roku 2003 tak byla vládou ve spolupráci s ČNB vypracována Strategie přistoupení České republiky k Euru. (Cílování inflace, online). „*Tento dokument předpokládal zavedení eura v letech 2009–2010, pakliže (i) budou plněna konvergenční kritéria vč. konsolidace veřejných financí, (ii) bude dosažena dostatečná úroveň reálné konvergence a (iii) bude dosažen adekvátní pokrok v oblasti strukturálních reforem. Plnění maastrichtských kritérií a pokrok v ekonomické sladění a strukturálních reformách byl každoročně vyhodnocován ve společném materiálu Ministerstva financí a ČNB. V roce 2007 byla Strategie aktualizována a již žádný indikativní termín neobsahovala. Hlavním důvodem byla nedostatečná konsolidace veřejných financí a nedostatečná flexibilita na trhu práce. Úvahy o přijetí eura byly později po propuknutí evropské dluhové krize ovlivněny i nejistotou o dlouhodobé udržitelnosti společné evropské měn.*“ (Vstup do Evropské unie a úvahy o přijetí eura, online). Právě s příchodem finanční krize prošla monetární politika prováděná cílováním inflace pravděpodobně v roce 2008 a následných letech velikou zkouškou. Protože Česká republika se řadí k malým otevřeným ekonomikám, byla vystavena zejména poklesu zahraniční poptávky po českých produktech, a s poklesem vývozu, poklesl i ekonomický růst, což se projevilo ve zvýšení nezaměstnanosti. Ochota bankovního sektoru v souladu s ekonomickým cyklem, který byl popisován v teoretické části, poklesla a tržní sazby narůstaly. Česká národní banka se uchýlila v reakci na tuto situaci k postupnému uvolňování monetární politiky. Již v srpnu 2008 došlo k prvnímu snížení úrokových sazeb. Zároveň došlo k oslabení kurzu české koruny. Bohužel i přesto se česká ekonomika propadla. (Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize, online) V souladu s tím nabízí obr. č. 17 přehled o vývoji diskontních sazeb ČNB v době ekonomické krize. Mezi úrokové sazby, které využívá ČNB v souladu s tím, co bylo řešeno v teoretické části, patří zejména dvoutýdenní repo sazba (2T limitní repo sazba- zobrazen červeně), která je považována za nejdůležitější nástroj měnové politiky ČNB, neboť díky ní ovlivňuje výši úvěrových sazeb v bankovním sektoru. Dalšími úrokovými sazbami, které ČNB využívá, jsou lombardní (ČNB dává půjčka peněz do bankovního sektoru za cenné papíry) a diskontní sazba (úročení depozit komerčních bank u ČNB). Z obrázku č. 17 je patrné, že zatímco v roce 2007 všechny tři sazby rostly (např.

2T repo byla 1.6 na úrovni 2,75% a 31. 8. na úrovni 3,25%, 30.11 byla již 3,5 %), během roku 2008 schválila bankovní rada ČNB postupně pokles těchto sazeb (2 T repo 8.8. 3,5%, ale 7.11 2,75% a 18.12. již 2,25%.) Koncem roku 2008 tak byla lombardní sazbu na 3,25% a diskontní sazbu na 1,25% . Klesající trend pokračoval i v dalších letech. Koncem roku 2009 tak 2T repo byla na úrovni 1,0 % a 29. 6. 2010 na úrovni 0,5 %, stejně tak jako další dvě sazby. V únoru roku 2009 byla lombardní sazba na úrovni 2,75%, diskontní na úrovni 2,0%, téhož roku v prosinci pak schválila bankovní rada ČNB snížení sazeb na 0,25% u diskontní sazby a 2% u sazby lombardní. V listopadu 2011 bylo zatím poslední vyhlášení snížení sazeb, a to na 0,05% u repo sazby i diskontní sazby a 0,25% u lombardní sazby. Od roku 2013 se s těmito sazbami nehýbe, tj. bankovní rada ČNB neschválila jejich navýšení.

**Obr. č. 17 Nástroje ČNB - vývoj sazeb v letech 2007-2013**



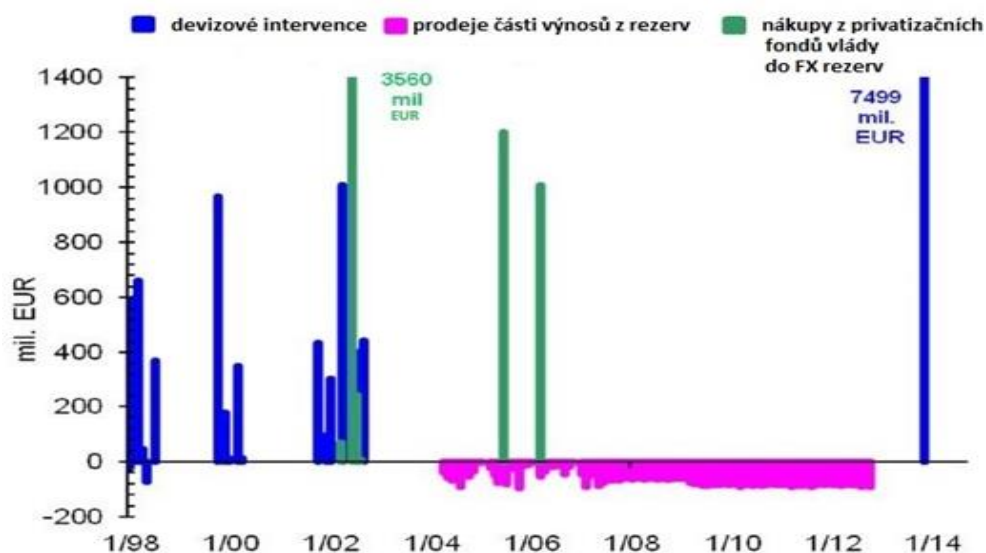
Zdroj: Singer, ČNB, online

### 4.3 Současná měnová politika 2013-2016

Jak již bylo výše řečeno, od roku 2013 nevyužívá centrální banka nástroje měnové politiky ve formě úrokových sazeb. Dvou týdenní repo sazba (2T repo), lombardní sazba i diskontní sazba tak dlouhodobě zůstávají na svém historickém minimu. Avšak pokud centrální banka tohoto svého privilegia nevyužívá, resp. již využít nemůže, ztrácí tak možnost pomocí těchto sazeb ovlivnit množství peněz v ekonomice. Tyto nástroje jsou v současnosti zcela využity a jsou na úrovni technické nuly. Veškeré sazby mohla tak ČNB jen navýšit, což by ale bylo kontraproduktivní. V této situaci bylo potřeba, aby ČNB našla jiné východiska k prosazení svého deklarovaného cíle. A bylo vyhlášeno 7. listopadu 2013,

kdy se bankovní rada usnesla na následujícím: „Bankovní rada ČNB na svém dnešním jednání rozhodla ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Dvoutýdenní repo sazba zůstává na 0,05 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 0,25 %. Bankovní rada dále rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.“ (ČNB ponechává úrokové sazby beze změny, rozhodla o intervencích, online) Intervence na kurz tak v listopadu 2013 učinila ČNB po více než deseti letech. Toto dokládá obr. č. 18.

**Obr. č. 18 Devizové operace ČNB od roku 1998**



Zdroj: Lízal, ČNB, online

Poslední intervencemi, které před listopadem 2013 na kurz české měny ČNB podnikla, proběhly v roce 2002. Tehdy se jednalo o intervence s cílem stabilizace nastoleného kurzu české koruny. V roce 2013 však ČNB podnikla kroky, aby česká měna neposilovala. (ČNB poprvé od roku 2002 zahájila devizové intervence, koruna už padá, online). Tyto intervence ČNB vysvětlila především obavami z dezinflace, tedy poklesu tempa růstu všeobecné cenové hladiny. Proto se chtěla tímto krokem snažit o dosažení inflace. Bezprostřední reakcí české koruny na oznámení ČNB byl pád kurzu vůči měně Euro. A to během dne na 26,63 korun za Euro, pak dalším pádem na 25,80 korun za Euro a posléze její ustálení na 26,96 Kč/Euro. Tento kurz byl nejnižším kurzem české měny k Euro od června

roku 2009, tedy do roku 2013 za poslední čtyři roky. Oslabení k USD proběhlo též, ale pouze o 4 haléře. (ČNB poprvé od roku 2002 zahájila devizové intervence, koruna už padá, online). ČNB k tomuto kroku uvádí následující: „*Česká ekonomika prošla v letech 2012-2013 obdobím hospodářského útlumu, který se nepříznivě odrazil v nárůstu nezaměstnanosti, v poklesu příjmů a spotřeby domácností, stejně jako zisků a investic firem. Česká národní banka reagovala na uvedený vývoj tím, že bezrezbytku využila svého hlavního měnověpolitického nástroje, když v závěru roku 2012 snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %). Dále se ČNB zavázala, že na této rekordně nízké hladině budou úrokové sazby ponechány tak dlouho, jak bude potřeba. Cílem ČNB přitom v souladu s jejím zákonným mandátem bylo a je udržet cenovou stabilitu, a tím přispívat ke stabilnímu vývoji české ekonomiky. ČNB proto současně již od podzimu roku 2012 komunikovala připravenost použít své další nástroje v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky. Pro tento účel byl z mnoha dobrých důvodů vybrán měnový kurz. Již samotné vyhlášení ČNB, že je připravena kurzu použít, vedlo koncem roku 2012 a začátkem roku 2013 k oslabení kurzu koruny, které umožnilo zbrzdit dezinflační tendence a pomohlo ekonomice se přeci jen trochu nadechnout.*“ (Důvody a přínosy oslabení koruny - nejčastější otázky a odpovědi, online)

Vladimír Tomšík, viceguvernér ČNB, který se zabývá především oblastí finanční stability, intervence ČNB hájil následovně: „*Vždy je mnohem efektivnější udělat preventivní krok a nečekat až deflace nastane. V okamžiku, kdy vstoupíte do deflace, dostat se z ní přináší mnohem větší náklady pro reálnou ekonomiku... Očekáváme, že se intervence promítne do spotřebitelských cen. A tento impulz chápeme, že je právě impulzem pro spotřebitele i investiční poptávku, aby lidé neodkládali spotřebu a začali spotřebovávat. Tím další dopadem je, že dojde k zachování a tvorbě nových pracovních míst a nedojde k poklesu HDP.*“ (Tomšík hájí oslabení koruny. Zdražení má podle ČNB nastartovat spotřebu, online). Řada ekonomů i veřejnosti byla však k tomuto kroku skeptická anebo kritická. Včetně např. Václava Klause, který označil devizové intervence za zcela chybný a dosti riskantní krok s velmi sporným efektem i náklady. Rovněž někteří analytici se nad rozhodnutím intervencí ČNB rovněž podívovali a po především také nad důvodem intervenovat na stanovenou hranici 27 Kč za Euro (Tomšík hájí oslabení koruny. Zdražení má podle ČNB nastartovat spotřebu, online). „Znehodnocení“ české měny a posílení kurzu Euro vůči české koruně nabízí obr. č. 19 z 8.11.2013, který byl zveřejněn na Patria.cz.

Tomšík následně upozorňoval, že známky oživování ekonomiky po době krize, jsou tvořeny v České republice v první řadě průmyslem a jeho proexportním odvětvím, nikoliv domácí poptávkou. Z tohoto důvodu se ČNB rozhodla k podpoře proexportní politiky formou intervencí na hranici 27 Kč/Euro, neboť posilování koruny závěrem roku mohlo dojít ke stagnaci HDP, tedy k úplnému zastavení hospodářského růstu, což by se jevilo jako kontraproduktivní, v době hledání možností k oživení ekonomiky. (Tomšík hájí oslabení koruny. Zdražení má podle ČNB nastartovat spotřebu, online).

### Obr. č. 19 Posílení kurzu Euro vůči CZK

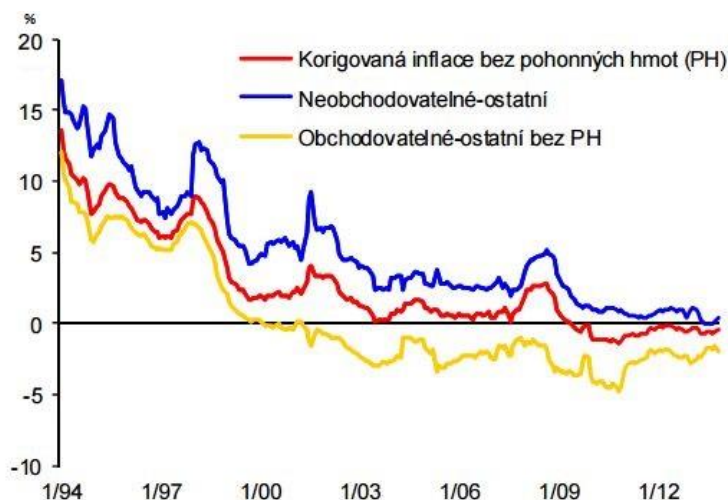


Zdroj: E15,online

Celkově intervence probíhaly jen v rámci pár dní v listopadu, po oslabení na hranici, která odpovídala zhruba 27CZK/EUR, se po tomto oslabení kurz ustálil lehce nad touto hranicí. Přesto, že ČNB do vývoje kurzu od té doby od kurzu české měny přímo nezasahuje, vzhledem k narůstajícím kritickým hlasům vůči tomuto kroku, tedy devizových intervencím provedeným v listopadu 2013, bylo třeba, aby ČNB obhájila své jednání. Jak již bylo uvedeno, ČNB své jednání odůvodnila reálnou hrozbou propadu do deflace během roku 2014, která by mohla dlouhodobě „zakořenit“ a zbrzdit oživení českého hospodářství. Proto uvádí důvod toho, z jakých důvodů je podle ní deflace nebezpečná. Jako klíčové kritérium boje s deflací, kterou předpokládala, uvádí ČNB především narůst reálné dluhové zátěže a rovněž změny ve mzdách s následkem propouštění a zvyšováním nezaměstnanosti.

Zároveň doplňuje situaci o možnost tzv. deflační spirály. V souvislosti s dluhovou zátěží uvádí ČNB, že v případě dezinflace domácnosti splácejí hypotéky (úvěry na bydlení), jejichž hodnota se sice nominálně nemění, ale mění se hodnota těchto nemovitostí, tedy ceny se nemovitostí se snižují, a to při poklesu mezd a celkových příjmů domácností. Rovněž narůstají i dluhy podniků, které by mohly vyvolat jejich nesplácení a potencionální nestabilitu v bankovním sektoru. Při deflaci, tedy záporné inflace dochází k nárůstu reálných mzdových nákladů, a tento nárůst vyvolává u podniků potřebu tyto náklady snížit. Jedním z nejjednodušších řešení snížování mzdových nákladů je propouštění zaměstnanců, které následně vyvolá růst nezaměstnanosti. Dalším aspektem je skutečnost, řada domácností i podniků v očekávání nižších cen (tedy deflace) odkládá spotřebu ve formě investic, které hodlá využít pro spotřebu v dalším období (po poklesu cen). To ovšem znamená nedostatečnou poptávku po produkci. Pokud není poptávka, redukují podniky i výrobu (právě vzhledem k nedostatečné poptávce) Podniky opět snižují investice, dochází k propouštění, což znamená další pokles cen a omezení investic. V konečném důsledku tak nastává tzv. deflačně–recesní spirála, tzv. pokles domácího produktu vede k poklesu cenové hladiny a to vede k opětovnému poklesu domácí produkce a to vše se opakuje. Vzhledem k těmto skutečnostem proto ČNB chce podporovat v rámci cenové stability, nízkou, ale kladnou inflaci. Zároveň uvádí, že tzv. jádrová inflace byla již od roku 2009 záporná, ale teprve v roce 2013 se zastavil růst cen služeb, což bylo pro konvergující hospodářství zhodnoceno jako velmi neobvyklým úkazem. Tato stagnace byla způsobena částečně snižováním cen služeb v telekomunikacích, ale zejména šlo o skutečnost, že poptávka po službách byla v porovnání s předchozím obdobím velmi slabá a docházelo k pomalému růstu mezd. Situaci dokládá obr. č. 20. (Lízal Lubomír, online)

**Obr. č. 20 Jádrová inflace – obchodovatelná a neobchodovatelná (meziročně; %)**



Zdroj: Lizal, ČNB, online

Ve srovnání klíčových makroekonomických ukazatelů v roce 2013 a v roce 2015, které dokládá tabulka č. 3, ČNB dokazuje, že předpoklad dezinflace nenastal. Zda je to způsobena intervenčními praktikami z roku 2013 je i nyní však velmi obtížné posoudit.

**Tabulka č. 3 Klíčové makroekonomické ukazatele v roce 2013 a 2015 (meziročně)**

<b>dostupná data k :</b>	<b>7. 11. 2013</b>		<b>1. 4. 2015</b>	
hrubý domácí produkt	II/13	-1,3 %	2014	2,0%
index spotřebitelských cen	9/13	1,0 %	2/15	0,1%
obecná míra nezaměstnanosti (věk 15-64)	9/13	7,1%	2/15	5,6%
průměrná nominální mzda v podnikatelském sektoru (v Kč)	II/13	25 199 Kč	IV/14	26874 Kč
průměrná nominální mzda	II/13	1,2%	IV/14	2,3%
počet volných pracovních míst	9/13	39040 Kč	2/15	69 000 Kč
hrubý provozní přebytek nefinančních podniků	II/13	1,3%	III/14	17,5%
význam nedostatečné poptávky jako bariéry růstu (v %)	IV/13	52,0%	1/15	40,3%
souhrnný indikátor důvěry (index)	10/13	88,9%	3/15	95,1%

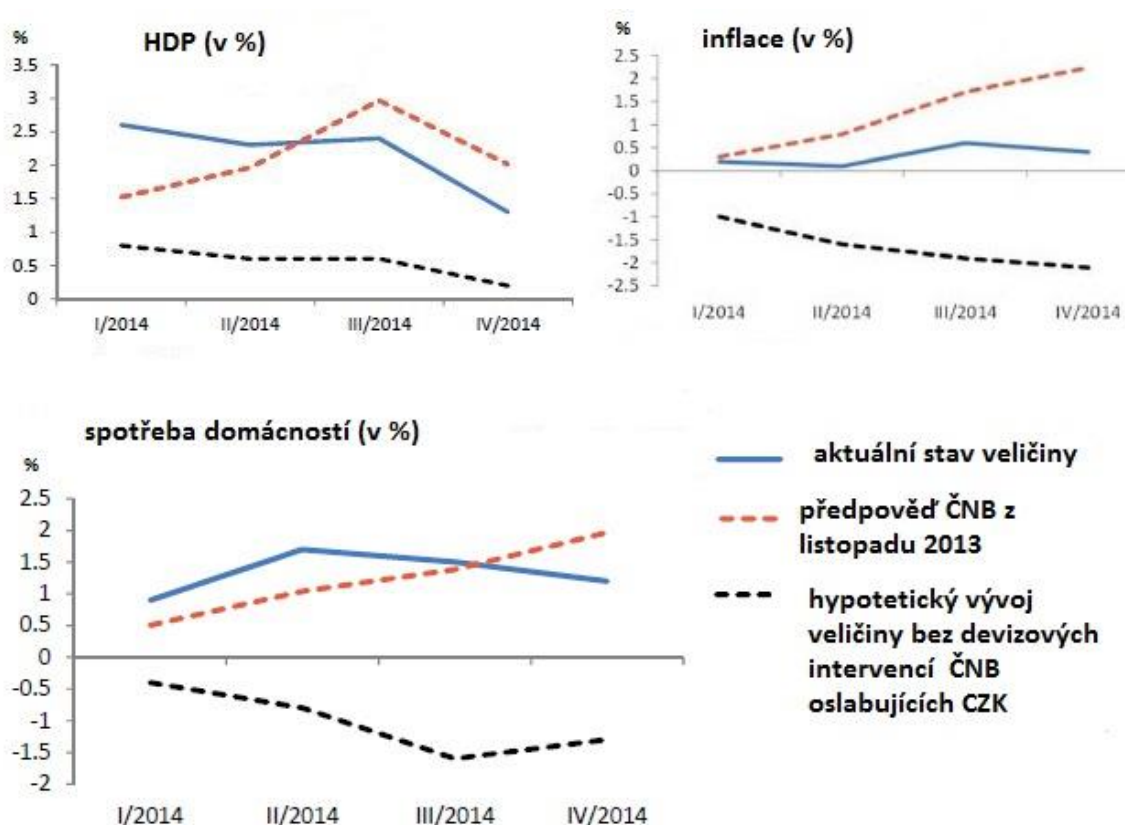
Zdroj: Lizal, ČNB, online

*„V letech 2012-2013 působila proti růstu HDP zahraniční poptávka (dluhová krize v eurozóně), domácí konsolidace vládních rozpočtů i velmi slabý sentiment domácností a firem. Uvolněné měnové podmínky ekonomiku podporovaly, ale ne dost. Nyní podporují růst ekonomiky prakticky všechny faktory, přičemž u měnových podmínek to platí díky*



opatření ČNB ve výrazně zvýšené míře. Při pasivní měnové politice by se naopak působení měnových podmínek mohlo stát překážkou oživení (zvýšení reálných sazeb, posílení kurzu). Nezaměstnanost díky růstu ekonomiky postupně klesá. Firmy začaly opět prodlužovat průměrnou délku odpracovaných hodin. Počet volných pracovních míst je nejvyšší za posledních pět let. Růst mezd v soukromém sektoru se obnovil...Pokud by nedošlo k uvolnění měnových podmínek v listopadu 2013 prostřednictvím kurzu české koruny, vzrostla by ekonomika za rok 2014 pouze o 0,5 %. Inflace by se nyní pohybovala okolo -2 %. Pozorovaná spotřeba domácností byla v roce 2014 velmi blízko predikovaným hodnotám. To ukazuje, že oslabení koruny skutečně přispělo k růstu domácí poptávky.“ (Lízal Lubomír, online) Toto své tvrzení dokládá ČNB z předběžného odhadu ČSÚ ohledně scénářů HDP, inflace a spotřeby domácností pro 4. kvartál 2014. Toto je ilustrováno na obr. č. 21.

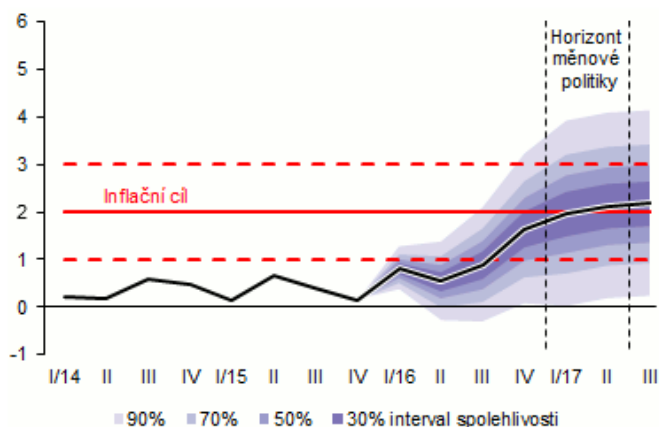
**Obr. č. 21 Citlivostní scénář: bez intervencí**



Zdroj: Lízal, ČNB, online

Co se týká dalšího vývoje inflace, ve čtvrtém čtvrtletí roku 2015 došlo k jejímu zpomalení v průměru na 0,1 %. ČNB však predikovala znatelné zrychlení na počátku roku 2016 a hodnotu inflace na úrovni 0,8 %. Analytici přitom při této predikci počítají s růstem cen potravin a zmírnění meziročního poklesu cen pohonných hmot. Dále uvádějí, že korigovaná inflace bez pohonných hmot se zvýší vlivem nákladových tlaků domácí ekonomiky. Podle odhadů však regulované ceny budou v roce 2016 mírně klesat, jejich nárůst obyvatelstvo zaznamená až v roce 2017. Stejně tak inflace dostane k dvouprocentnímu cíli měnové politiky podle odhadů až koncem roku 2017 a následně by se mohla inflace pohybovat lehce nad tímto 2% horizontem. (Zpráva o inflaci 2016, online) Prognóza ČNB ohledně spotřebitelských cen je ilustrována na obr. č. 22. Tato prognóza počítá s nárůstem spotřebitelských cen, tedy s inflací ve výši 2% 1. čtvrtletí 2017, a 2,1% v 2. čtvrtletí 2017. Právě tato data by se shodovala s dlouhodobým inflačním cílem ČNB ve výši 2%. K prognóze ČNB sděluje: „*Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje inflace spotřebitelských cen. Nejtmavší pásma kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.*“ (Aktuální prognóza ČNB, online)

**Obr. č. 22 Prognóza ČNB – inflace (v %)**

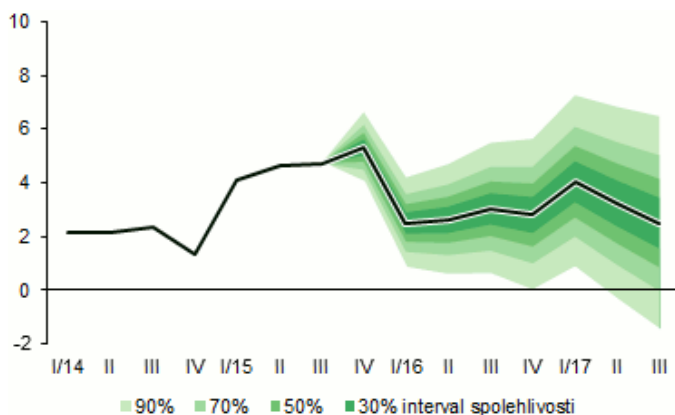


Zdroj: ČNB, online

Stejně tak má ČNB i pro budoucí vývoj HDP, který znázorňuje obrázek č. 23, a ke kterému uvádí: „*Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje sezonně očištěného růstu HDP. Nejtmavší pásma kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30%*

pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.“ (Aktuální prognóza ČNB, online)

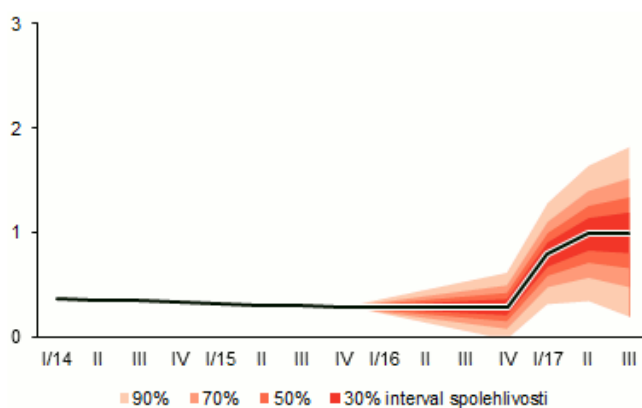
**Obr. č. 23 Prognóza ČNB – HDP (v %)**



Zdroj: ČNB, online

Poslední zveřejněnou prognózou ČNB, ilustrovanou na obr. 24, je výhled do vývoje úrokových sazeb, přičemž se nyní soustředí ČNB na 3 měsíční PRIBOR sazbu. K prognóze ČNB dodává: „Vějířový graf zachycuje nejistotu budoucího vývoje úrokových sazeb. Nejtmavší pásmo kolem středu prognózy odpovídá vývoji, který nastane s 30% pravděpodobností. Rozšiřující se pásma zobrazují postupně vývoj s pravděpodobností 50 %, 70 % a 90 %.“(Aktuální prognóza ČNB, online)

**Obr. č. 24 Prognóza ČNB – Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)**



Zdroj: ČNB, online

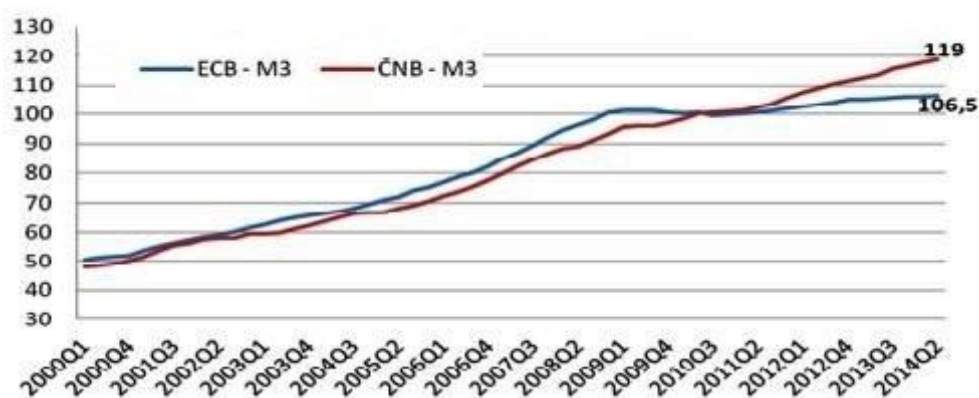
Stejně tak ČNB uvádí, že z hlediska rozhodování nastavení úrokových sazeb je relevantní předpověď o inflaci v tzv. horizontu monetární politiky, který je do budoucna vzdálen 1-1,5 roku. Prognóza představuje na zasedání rady ČNB při jejím rozhodování zásadní aspekt, avšak nikoliv jediný, aspekt. Základním smyslem prognózy je udělat monetární politiku předvídatelnou, transparentní, srozumitelnou, a zejména důvěryhodnou, neboť ČNB je přesvědčena, že právě důvěryhodnost měnové politiky povede k efektivnímu ovlivnění inflačních očekávání, a tím se pak sníží náklady v rámci zabezpečování cenové stability v zemi. (Měnověpolitické publikace – Zprávy o inflaci, online)

#### **4.4 Srovnání charakteru měnové politiky České národní banky a Evropské centrální banky**

Vzhledem k charakteru České republiky jako malé otevřené ekonomiky a skutečnosti, že se se vstupem do Evropské Unie zavázala přijmout měnu Euro, budou pro potřebné zhodnocení celkového charakteru měnové politiky v této kapitole představena a srovnána politika ČNB a Evropské centrální banky (dále jen ECB), která plní funkci centrální banky pro státy Evropské Unie v eurozóně, tj. celkem 19 států, které přijaly již v rámci svého závazku k Evropské Unii měnu Euro za vlastní měnu, tj. za platidlo na území členských států evropské Unie. Stejně jako ČNB si ECB zvolila za cíl udržení cenové stability, tentokrát v rámci eurozóny, a to především s cílem zachování kupní síly jednotné měny Euro. (Informace o Evropské centrální bance, online) Na rozdíl od ČNB tedy není klíčovým cílem ECB všeobecná cenová hladina. Pokud by ECB přijala stejný cíl jako má ČNB, bylo by to pro ni v zásadě velmi těžce, vzhledem k počtu států, různému charakteru daných ekonomik, různým podmínkám z hlediska např. daní atd. Proto je z tohoto důvodu základním cílem zachování kupní ceny Eura. Jak uvádějí Drulák a Handl (2010, s. 75-76): „Přistoupení země k eurozóně je podmíněno splněním několika tzv. maastrichtských kritérií, jež směřují ke stabilizaci jednotné měny a k její ochraně před nezodpovědným makroekonomickým chováním jednotlivých států...co je klíčové tato kritéria směřují především ke stabilizaci veřejných financí (schodek rozpočtu méně než 3% HDP, kumulativní dluh méně než 60% HDP), a kladou tak značné nároky na redukci veřejných výdajů, což v praxi znamená redukci sociálních služeb. Zároveň vyžadují maastrichtská kritéria nízkou inflaci, což je samo o sobě dlouhodobě relativně rychleji rostoucí středoevropské ekonomiky závažným problémem.“ Z hlediska hodnocení měnových politik

je třeba se podívat na objem peněz v jednotlivé ekonomice, tento objem ilustruje obr. č. 25. A to především z důvodu, že panuje všeobecná shoda na vlivu nadměrného růstu peněžní zásoby na vysokou inflaci, tedy především dlouhé období, za předpokladu, že růst peněžní zásoby je v porovnání s celkovým růstem produktu rychlejší. ECB v své monetární politiky sleduje agregát M3, který považuje za klíčový ukazatel vývoje peněžní zásoby.

**Obr. č. 25 Vývoj peněžní zásoby (agregát M3)**



Zdroj: Eurostat, ARAD, online

Jak je z tohoto obrázku patrné, vývoj peněžní zásoby v podobě agregátu M3 se vyvíjel poměrně obdobným tempem, přičemž vývoj peněžní zásoby v České republice byl mírně pod vývojem eurozóny, a to až do roku 2010, kdy vývoj tohoto agregátu převyšuje vývoj tohoto agregátu v eurozóně. Další srovnání představuje vývoj měnové báze, která zahrnuje peněžní oběživo a rezervy komerčních/obchodních bank u centrální banky. I když měnová báze nemá přímý vliv na inflaci. Trend v této oblasti je znázorněn na obr. č. 26. Na tomto obrázku je patrné vysoký nárůst měnové báze v Eurozóně během let 2012-2013, který jak masivně narostl, tak rychle i poklesl. Oproti tomu se měnová báze v České republice pohybuje v mírně vzestupné tendenci.

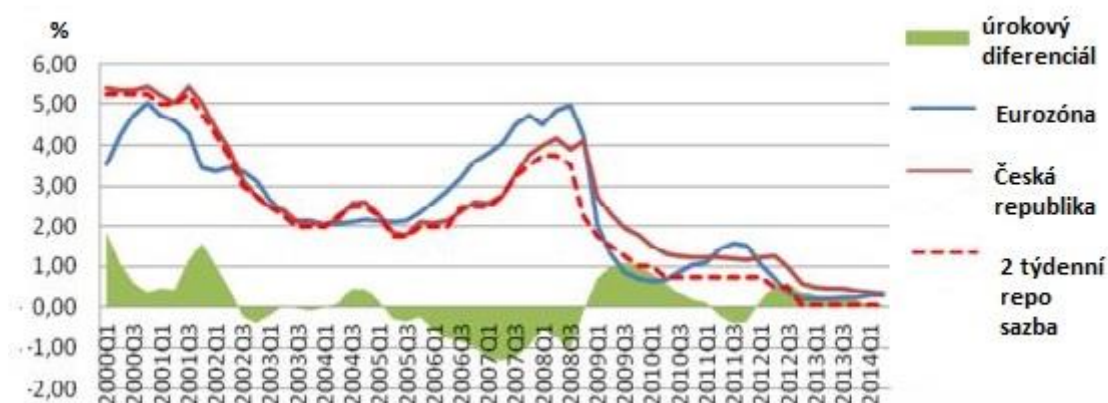
Obr. č. 26 Vývoj měnové báze



Zdroj: Eurostat, ARAD, online

Dalším nástrojem, kterým centrální banky nepřímo působí na ekonomiku, jsou úrokové sazby. Proto obr. č. 27 bude srovnávat úrokové sazby a úrokové diferenciály v eurozóně a v České republice. Tento obrázek znázorňuje vývoj sazeb 3 měsíčního Euroboru a 3 měsíčního Priboru vč. úrokového diferenciálu. Od začátku roku 2009 nastává propad těchto sazeb jako následek celosvětové hospodářské krize, po té se redistribuce likvidity velmi zhoršila.

Obr. č. 27 Vývoj mezibankovních úrokových sazeb a diferenciálů



Zdroj: Eurostat, ARAD, online

## 5 Výsledky a diskuse

V této části práce bude s ohledem na výše popsaný teoretický rámec i praktickou část měnové politiky popsané na případu České republiky, kterou prováděla Česká národní banka v roli centrální banky v letech 1993 na daném území vymezen možný vliv měnové politiky resp. cenové stability a inflace na ekonomický růst. Z výše uvedených zjištění vyplývá skutečnost, že monetární ekonomika na ekonomický růst vliv má, avšak tento vliv je spíše nepřímým, než aby byl přesně vymezen. Česká národní banka má za klíčový cíl péči o cenovou stabilitu. K tomuto cíli přistupuje pomocí měnové politiky a jejích nástrojů. Z tohoto úhlu pohledu pak ČNB prováděla a provádí měnovou politiky, zejména devizovými intervencemi a změnou úrokové sazby. V současnosti je cílová inflace, kterou chce ČNB dosáhnout 2%, a to až (zatím) do přijetí Eura.

Na ekonomický růst má vliv celá řada aspektů. V případě České republiky jako malé otevřené ekonomiky, hraje velkou roli zejména vývoz dané produkce. Vzhledem k této skutečnosti tak na toto území působí tlaky resp. šoky nejen v rámci domácího dění, ale především i obecné ekonomické cykly v zemích sousedních a ve velkých ekonomikách, příkladem je nedávná celosvětová hospodářská krize, která Českou republiku nepostihla ani tak v rámci bankovního sektoru (na rozdíl od jiných zemí jako bylo USA, Velká Británie atd.), ale právě v důsledku poklesu domácí, ale především zahraniční poptávky.

V důsledku této skutečnosti se představitelé ČNB snaží vytvářet měnovou politiku s ohledem na formu hospodářství jakou Česká republika má tj. malá otevřená ekonomika. Její měnová politika by tak nemusela být vždy v souladu s monetární politikou, kterou preferují velká hospodářství, jako je USA, ale např. i Německo. Tím, že doposud Česká republika má vlastní národní měnu se jí, na rozdíl např. od Slovenské republiky, neuzavřela cesta monetární politiky pomocí devizových intervencí, kterými může ovlivnit kurz koruny. Tohoto nástroje využila v listopadu 2013. Podle svého nejlepšího úsilí a i co se časem dokládá, tak s obavami o desinflaci a stagnující či propadající se ekonomiku zlepšila postavení exportérů, v podobě levnějších produktů pak poptávka ze zahraničí pokryla výrobu, kterou by domácí poptávka pokrýt nemohla, čímž nedošlo k poklesu produkce. Představitelé ČNB si uvědomili, že pro českou ekonomiku je podstatné, aby byla tažena i domácí poptávkou, a nebyla tak velmi zranitelná nátlaky zvenčí, i když to

právě díky charakteru otevřené a malé ekonomiky se vyhnout zcela nelze. Dokazuje to i měnová politika, kterou ČNB jako centrální banka zvolila na počátku devadesátých let, resp. s obnovením dvoustupňového bankovního systému. V polovině 90. let se zdál být ekonomický růst zázračný, spekulovala se, že do 25 let doženeme „západní státy“, ovšem tento nárůst byl způsoben především právě měnovou politikou, kterou ČNB zvolila. Fixní měnový kurz lákal zahraniční investory, pro které byl tento kurz jednak velmi příznivým a jednak z důvodu malé oscilace v podstatě bezrizikový. Příliv zahraničního kapitálu podporoval ekonomický růst v oblasti, byl však z velké části také spíše spekulativního charakteru. Saldo platební bilance se tak přehouplo z kladných hodnot do záporných. Domácí poptávka neodpovídala růstu HDP.

Dalším faktorem, který by měl podporovat v té době domácí produkci, a tedy i ekonomický růst představovali úvěry a půjčky nově vznikajících bankovních subjektů nově vznikajícím podnikům a podnikatelům. V této souvislosti došlo však spíše ke zkušenostem, kdy se mnohé podniky a podnikatelé dostávaly do role neplatičů, a úvěry do klasifikace. Jelikož v novém ekonomickém tržním prostředí se zvyšoval počet neplatičích osob, situace ohrožovala celý bankovní sektor a ten zas ekonomickou i cenovou stabilitu České republiky. V tomto případě nezbyvala z hlediska měnové politiky centrální bance jiná možnost než opustit fixní měnový kurz a najít jiný nástroj pro ovlivnění makroekonomických ukazatelů a zabezpečení cenové stability, k níž se zavázala. Tímto nástrojem bylo cílování inflace. Zpočátku nebyl tento nástroj adekvátně využit, ale časem našla centrální banka vyhovující řešení. Schopnosti ČNB, jako centrální banky a její monetární politiky, která bezesporu ovlivnila vývoj hospodářství, resp. zmírnila propad české ekonomiky, se provázaly zejména v souvislosti s celosvětovou hospodářskou krizí, kdy se česká centrální banka rozhodla o snížení svých úrokových sazeb. Tento nástroj však vyčerpala, neboť postupných snižování se sazby dostaly až na technickou nulu. Bezesporu tak ovšem přispěla k tomu, že celkové hospodářství se z recese nedostalo do fáze hluboké recese, tedy do deprese. Po té podnikla již zmiňované intervence na korunu v roce 2013.

Ze sumárního poklesu se dá říci, že za určitých okolností tedy může monetární politika ovlivnit ekonomický růst, jedná se především o již zmíněné zabezpečení cenové stability, kdy centrální banka svými kroky podporuje i ekonomický růst. Se zaměřením na



determinanty ekonomického růstu tak centrální banka může ovlivnit především investice, resp. množství prostředků peněz v oběhu, které subjekty považují za investice. A to vzhledem k faktu, že centrální banka ovlivňuje zejména sazby na komerčním trhu, za které si subjekty půjčují. Neboť právě míra úrokových sazeb z velké části ovlivňuje ekonomické subjekty. A rovněž právě očekávání daných ekonomických subjektů v podobě domácností a podniků významně ovlivňuje poptávku, ta následně ovlivňuje produkci a ta zas ekonomický růst, ovšem pokud jsou splněny i další vhodná kritéria. Celkově je totiž otázka ekonomického růstu značně problematická. Ohledně vysoké míry inflace panuje vesměs mezi ekonomii shoda v tom, že má na ekonomický růst velmi negativní vliv.

Z hlediska vyšší inflace je z dlouhodobého hlediska zásadním problémem pak růst množství peněz v oběhu, přičemž tento roste rychleji než nárůst HDP. Dlouhodobě tedy je potřeba, aby centrální banka regulovala množství peněz v oběhu. Vysoká inflace stejně tak jako deflace ekonomický růst brzdí. Pokud dojde k růstu inflace ve vyšší míře z krátkodobého hlediska je potvrzen nárůst HDP, z dlouhodobého hlediska je však tento nárůst spíše omezující, tedy kontraproduktivní, neboť by mohl vyvolat i následky na ekonomiku dlouhodobého rázu. Obdobně to platí pro deflaci, kterou popisovala praktická část.

Zásadním při deflaci jsou zejména problémy se splácením půjček a úvěrů, které by ohrozily bankovní sektor a ekonomickou stabilitu. Rovněž každá cenová nestabilita má obecně reálné ekonomické příčiny. Na trhu existují signály, že tato cenová nestabilita je, jde jen o to tyto signály správně identifikovat i reagovat na ně. V případě, že by ve snaze udržet ekonomický růst ČNB nereagovala či reagovala nesprávně nebo se zpožděním, hospodářství daného státu po nějakou dobu ještě poroste, v souvislosti s efektem zpoždění, avšak neřešené problémy se posléze projeví a výsledkem bývá pak jen prohloubení délky či hloubky následného poklesu hospodářského růstu či rovnou deprese, čemuž se dalo správným odhadem a zásahem předejít. Síla monetární politiky a cílování inflace tedy v zásadě spočívá spíše v opatřeních, které by zabraňovali ekonomickému propadu. Za předpokladu, že banka intervenuje ve prospěch či neprospěch kurzu či využívá jiných nástrojů měnové politiky k restriktivním či naopak expanzivním opatřením, klíčovým aspektem vždy zůstává cenová stabilita, představována velmi mírnou inflací, zamezení

hyperinflace či deflace, v návaznosti na to ekonomický růst je tedy spíše až dalším podruženým cílem měnové politiky ČNB.

## 6. Závěr

Tato práce se zabývala monetární politikou a jejím vlivem na hospodářský růst na případě České republiky. Práce byla rozdělena na teoretickou a praktickou část. V teoretické části byla popsána teoretická rovina dané problematiky, tedy hledisko centrální banky, které kromě jiného provádí monetární politiku. Dále způsoby, kterými je monetární politika prováděna, transmisní mechanismy, Mundell – Flemingův model a ekonomický růst. V praktické části se potom práce soustředí na samotnou Českou národní banku, jako centrální banku České republiky a její monetární politiky od roku 1993, resp. na monetární politiku Československa od roku 1990. Posléze je tento vývoj zhodnocen z hlediska monetární politiky v návaznosti na ekonomický růst, cenovou stabilitu, míru inflace.

Klíčovým cílem dané práce bylo představení a analýza monetární politiky a určení jejího vlivu na hospodářský růst, a to především na případu České republiky. Hypotézou bylo, že *provádění měnové politiky ovlivňuje hospodaření daného státu a zabraňuje hospodářskému růstu*. Zkoumáním teoretické roviny i praktické roviny v rámci provádění měnové politiky Českou národní bankou, jako centrální banky České republiky tuto hypotézu zcela zamítám. V rámci práce bylo zjištěno, že jedním z podružných všeobecných cílů centrálních bank je právě ekonomický růst. V práci byla nalezena nepřímá souvislost mezi prováděním politiky centrální bankou a ekonomickým růstem v dané zemi, resp. mezi mírou inflace a ekonomickým růstem.

Závěry z daného šetření byly zhodnoceny v části práce pod názvem „Výsledky a diskuse“. Měnová politika je a byla od roku 1993 prováděna Českou národní bankou pomocí měnových nástrojů, jako jsou zejména intervence na devizovém trhu a prostřednictvím úrokových sazeb, jmenovitě dvoutýdenní repo sazba, lombardní a diskontní sazba. V současné situaci jsou tyto sazby na technické úrovni. Růst cenové hladiny ovlivňuje ekonomický růst. Záleží však na tom, jak rychle a jakou mírou cenová hladina roste, resp. klesá, aby se tento efekt dal považovat za pozitivní na danou ekonomiku či za negativní v souvislosti s daným hospodářstvím. Ekonomický růst závisí celkově na mnoho dalších faktorech. Avšak centrální banka může tento nárůst ovlivnit nepřímo právě svými nástroji, kdy dojde např. k snížení úrokových sazeb. Momentálně se česká centrální banka soustředí na 2% inflační cíl, který si stanovila od roku 2010 a chce tento cíl držet až do přistoupení

České republiky k Euru. K tomuto kroku ovšem není v České republice v poslední době velká vůle, vzhledem k ekonomické situaci v mnoha zemích eurozóny. Pokud by k tomu došlo, Česká národní banka by ztratila možnost intervenovat ve prospěch či neprospěch české koruny, vůči Euro, což by mohlo mít významný dopad na celkovou cenovou hladinu, resp. ekonomickou stabilitu, především z důvodu toho, že Česká republika je malou, otevřenou ekonomikou a jako taková je závislá na mnoha faktorech, které působí na makroekonomické veličiny nejen v rámci domácího trhu, ale i v rámci trhu zahraničního. Z tohoto důvodu musí mít tuto skutečnost Česká národní banka v patrnosti a postupovat při své monetární politice s největší opatrností, tak aby se vyhnula zbytečným chybám, odhalila cenovou nestabilitu na českém trhu a rychle a adekvátně na situaci reagovala, aby se případně zabránilo propadu české ekonomiky.

## 7 Seznam použitých zdrojů

### Literatura:

- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.
- ČADIL, Jan. *Regionální ekonomie: teorie a aplikace*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2010. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-191-8.
- DRULÁK, Petr a Vladimír HANDL. *Hledání českých zájmů*. Praha: Ústav mezinárodních vztahů, 2010. ISBN 978-80-86506-88-3.
- DVOŘÁČEK, Jiří a Peter SLUNČÍK. *Podnik a jeho okolí: jak přežít v konkurenčním prostředí*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2012. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-224-3.
- DVOŘÁK, Petr. *Komerční bankovníctví pro bankéře a klienty*. Praha: Linde, 1999. Praktické příručky (Linde). ISBN 80-7201-141-3.
- GRAY Dale F. and Samuel W. Malone. *Macrofinancial Risk Analysis*. Chichester: John Wiley & Sons, 2008. ISBN 9780470756324.
- HOLMAN, Robert. *Základy ekonomie: pro studenty vyšších odborných škol a neekonomických fakult VŠ*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 978-80-7179-890-3.
- CHAMBERLIN, Graeme and Linda Yueh. *Macroeconomics*. Publisher: Thomson Learning, 2006, ISBN 9781844800421.
- JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: Grada, 2004. ISBN 80-247-0769-1.
- JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.
- JENÍČEK, Vladimír a Jaroslav FOLTÝN. *Globální problémy světa: v ekonomických souvislostech*. Vyd. 1. V Praze: C. H. Beck, 2010. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-326-4
- JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 1. vyd. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3258-9.
- KAŠPAROVSKÁ, Vlasta. *Řízení obchodních bank: vybrané kapitoly*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-381-7.
- KEŘKOVSKÝ, Miloslav a Oldřich VYKYPĚL. *Strategické řízení: teorie pro praxi*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. C. H. Beck pro praxi. ISBN 80-7179-453-8.
- KODEROVÁ, Jitka, Milan SOJKA a Jan HAVEL. *Teorie peněz*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-359-1.
- MANKIWI, Gregory N. *Monetary policy*. Chicago: University of Chicago Press, 1997. ISBN 978-02-265-0310-3.

NEUMANN, Pavel, Pavel ŽAMBERSKÝ a Martina JIRÁNKOVÁ. *Mezinárodní ekonomie*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2010. ISBN 978-80-247-3276-3.

POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. 1. vyd. V Praze: C. H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7.

PTATSCHEKOVÁ, Jitka a Jaroslava Dittrichová. *Dvacet let české koruny: na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4681-4.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., akt. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-051-1.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 3. vyd. Praha: Management Press, 2000. ISBN 80-7261-031-7.

SOUKUP, Alexandr. *Mezinárodní ekonomie*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2009. ISBN 978-80-7380-197-7.

ŽÁK, Milan. *Velká ekonomická encyklopedie*. 2. rozš. vyd. Praha: Linde, 2002. ISBN 80-7201-381-5.

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

#### Zákony:

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

#### Internetové zdroje:

Aktuální prognóza ČNB[online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html)

Analýza vývoje peněžní zásoby[online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné na: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/1999/1999\\_cervenec/boxy\\_a\\_prilohy/mp\\_zpinflace\\_prilohy\\_c\\_99\\_cervenec\\_b1.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/1999/1999_cervenec/boxy_a_prilohy/mp_zpinflace_prilohy_c_99_cervenec_b1.html)

Cílování inflace v ČR, Česká národní banka[online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)

Cílování inflace. Historie ČNB[online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/7\\_cilovani\\_inflace/](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/)

Česká národní banka 1993-2003. Česká národní banka, 2003 [online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/publikace/download/cnb\\_1993-2003\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/cnb_1993-2003_cz.pdf)

ČERNÍKOVÁ, Petra: Vliv měnové politiky na hospodářský růst, Brno, Centrum výzkumu konkurenční schopnosti české ekonomiky, WP č. 3/ 2010, 22 s., ISSN 1801-4496[online]. [cit. 2016-03-10]. Dostupné na: <https://is.muni.cz/do/econ/soubory/oddeleni/centrum/papers/03Cernikova..pdf>

ČNB ponechává úrokové sazby beze změny, rozhodla o intervencích. online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na:

[https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2013/20131107\\_menove\\_rozhodnuti.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2013/20131107_menove_rozhodnuti.html)

ČNB poprvé od roku 2002 zahájila devizové intervence, koruna už padá[online]. [cit. 2016-03-26]. Dostupné na:[http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/cnb-poprve-od-roku-2002-zahaji-devizove-intervence-koruna-uz-pada-1036044#utm\\_medium=selfpromo&utm\\_source=e15&utm\\_campaign=copylink](http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/cnb-poprve-od-roku-2002-zahaji-devizove-intervence-koruna-uz-pada-1036044#utm_medium=selfpromo&utm_source=e15&utm_campaign=copylink)

Důvody a přínosy oslabení koruny - nejčastější otázky a odpovědi[online]. [cit. 2016-03-26]. Dostupné na:  
[https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody\\_a\\_prinosy\\_oslabeni\\_koruny.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html)

FISKÁLNÍ A MONETÁRNÍ POLITIKA V MODELU IS-LM-BP. [online]. [cit. 2016-03-13]. Dostupné na:  
[http://www.primat.cz/moje-materialy/detail/30252?seoId=slu-opf&\\_fid=pj8p](http://www.primat.cz/moje-materialy/detail/30252?seoId=slu-opf&_fid=pj8p)

Historie měnové politiky na území České republiky[online]. [cit. 2016-03-24]. Dostupné na:  
[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/)

Informace o Evropské centrální bance[online]. [cit. 2016-03-24]. Dostupné na:  
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.cs.html>

Jaké jsou režimy měnové politiky? [online]. [cit. 2016-03-06]. Dostupné na:  
[http://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html)

KOPRNICKÁ, Kamila. *Cílování inflace jako cesta k cenové stabilitě. Vzdělávací prezentace*. ČNB. [online]. [cit. 2016-03-26]. Dostupné na:

[http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_prezentace/download/04\\_cenova\\_stabilita.pdf](http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_prezentace/download/04_cenova_stabilita.pdf)

LÍZAL, Lubomír. *Současná měnová politika ČNB*, ČNB,2015 [online]. [cit. 2016-03-06]. Dostupné na:

[http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/lizal\\_20150409\\_akat.pdf](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/lizal_20150409_akat.pdf)

Měnová politika centrální banky [online]. [cit. 2016-03-06]. Dostupné na:  
[http://www.ceed.cz/bankovnictvi/782menova\\_politika\\_centralni\\_banky.htm](http://www.ceed.cz/bankovnictvi/782menova_politika_centralni_banky.htm)

Měnová politika na cestě ke standardu vyspělých zemí. Historie ČNB. [online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné na:

[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/6\\_menova\\_politika\\_na\\_cestech\\_ke\\_standardu\\_vyspelych\\_zemi/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestech_ke_standardu_vyspelych_zemi/index.html)

Měnová politika fixního kurzu a cílování peněžní zásoby. Historie ČNB. [online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné-

na:[http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/6\\_menova\\_politika\\_na\\_cestech\\_ke\\_standardu\\_vyspelych\\_zemi/5\\_menova\\_politika\\_fixniho\\_kurzu\\_a\\_cilovani\\_penezni\\_zasoby/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/6_menova_politika_na_cestech_ke_standardu_vyspelych_zemi/5_menova_politika_fixniho_kurzu_a_cilovani_penezni_zasoby/index.html)

Měnověpolitické publikace – Zprávy o inflaci. [online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné na: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)

MUNDELL-FLEMINGŮV MODEL. [online]. [cit. 2016-03-26]. Dostupné na: [https://is.muni.cz/el/1456/.../09\\_Mundell\\_Fleming.ppt](https://is.muni.cz/el/1456/.../09_Mundell_Fleming.ppt)

Průměrná roční míra inflace v letech 1994 – 2013. Český statistický úřad[online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné na: [https://www.czso.cz/csu/czso/2-inflace\\_1994\\_](https://www.czso.cz/csu/czso/2-inflace_1994_)

Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize[online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/7\\_cilovani\\_inflace/3\\_reakce\\_menove\\_politiky\\_na\\_dopady\\_sv\\_etove\\_financi\\_a\\_hospodarske\\_krize/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_sv_etove_financi_a_hospodarske_krize/index.html)

Státní banka československá – centrální banka. Historie ČNB. [online]. [cit. 2016-03-15]. Dostupné na: [http://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny\\_institute/statni\\_bank\\_a\\_ceskoslovenska\\_centralni\\_bank/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_institute/statni_bank_a_ceskoslovenska_centralni_bank/index.html)

SINGER, Miroslav. Ekonomický vývoj v EU a ČR z pohledu ČNB. 79. zasedání Sdružení automobilového průmyslu, 2012 [online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [www.autosap.cz/sfiles/zzzz-79RRCNB.PP](http://www.autosap.cz/sfiles/zzzz-79RRCNB.PP)

Vstup do Evropské Unie a úvahy o přijetí Eura [online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [http://www.historie.cnb.cz/cs/menova\\_politika/7\\_cilovani\\_inflace/2\\_vstup\\_do\\_evropske\\_unie\\_a\\_uvahy\\_o\\_prijeti\\_eura/index.html](http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/2_vstup_do_evropske_unie_a_uvahy_o_prijeti_eura/index.html)

Tomšík hájí oslabení koruny. Zdražení má podle ČNB nastartovat spotřebu [online]. [cit. 2016-03-26]. Dostupné na: <http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi/tomsik-haji-oslabeni-koruny-zdrazeni-ma-podle-cnb-nastartovat-spotrebu>  
1036545#utm\_medium=selfpromo&utm\_source=e15&utm\_campaign=copylink

Zpráva o inflaci I/2016, ČNB, [online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2016/2016\\_I/download/zo\\_i\\_2016.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2016/2016_I/download/zo_i_2016.pdf)

Výroční zpráva ČNB, 1997 [online]. [cit. 2016-03-25]. Dostupné na: [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_1997.pdf](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_1997.pdf)



## **Seznam obrázků**

- Obr. č. 1 Funkce centrální banky v tržní ekonomice
- Obr. č. 2 Monetární politika centrální banky
- Obr. č. 3 Členění nástrojů měnové politiky podle dopadu na bankovní sektor
- Obr. č. 4 Hospodářský cyklus
- Obr. č. 5 Magický čtyřúhelník
- Obr. č. 6 Rovnováha v modelu IS-LM
- Obr. č. 7 Přímka LM v keynesiánském a monetaristickém pojetí
- Obr. č. 8 Rovnováha v modelu IS-LM-BP
- Obr. č. 9 Trojúhelník nemožnosti
- Obr. č. 10 Monetární expanze u fixních kurzů
- Obr. č. 11 Monetární expanze u flexibilních kurzů
- Obr. č. 12 Transmisní mechanismy
- Obr. č. 13 Průměrná roční míra inflace v České republice v letech 1994-2013
- Obr. č. 14 Inflační cíl ČNB
- Obr. č. 15 Plnění inflačních cílů ČNB
- Obr. č. 16 Vývoj peněžní zásoby a úvěrové emise bank
- Obr. č. 17 Nástroje ČNB - vývoj sazeb v letech 2007-2013
- Obr. č. 18 Devizové operace ČNB od roku 1998
- Obr. č. 19 Posílení kurzu Euro vůči CZK
- Obr. č. 20 Jádrová inflace – obchodovatelná a neobchodovatelná (meziročně; %)
- Obr. č. 21 Citlivostní scénář: bez intervencí
- Obr. č. 22 Prognóza ČNB – inflace (v %)
- Obr. č. 23 Prognóza ČNB – HDP (v %)
- Obr. č. 24 Prognóza ČNB – Prognóza úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)

Obr. č. 25 Vývoj peněžní zásoby (agregát M3)

Obr. č. 26 Vývoj měnové báze

Obr. č. 27 Vývoj mezibankovních úrokových sazeb a diferenciálů

## **Seznam tabulek**

Tabulka č. 1 Inflační cíl ČNB a skutečná inflace

Tabulka č. 2 Základní makroekonomické a bankovní ukazatele

Tabulka č. 3 Klíčové makroekonomické ukazatele v roce 2013 a 2015 (meziročně)

