

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

Monetární politika ČNB a aplikace nástrojů

Radim Martiš

© 2018 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Radim Martiš

Provoz a ekonomika

Název práce

Monetární politika ČNB a aplikace nástrojů

Název anglicky

Monetary policy of the Czech National Bank and application of monetary policy instruments

Cíle práce

Cílem diplomové práce je zhodnotit dopad aplikace nástrojů monetární politiky České národní banky na národní hospodářství ČR, přičemž bude sledován vliv vybraných nástrojů (diskontní sazba, lombardní sazba, kurzové intervence aj.) na růst HDP a na inflaci.

Metodika

V teoretické části diplomové práce budou popsány režimy měnové politiky a její nástroje. Bude zde použita převážně popisná metoda. Čerpáno bude převážně z odborné literatury a internetových stránek České národní banky.

Praktická část diplomové práce bude zaměřena na aplikaci vybraných nástrojů měnové politiky ze strany České národní banky. V praktické části bude použita metoda empirické analýzy časových řad a korelační analýza. Čerpáno bude převážně z internetových stránek České národní banky a Českého statistického úřadu.

Doporučený rozsah práce

60-80 stran

Klíčová slova

Česká národní banka, měnová politika, měnové režimy, nástroje měnové politiky, kurzové intervence, operace na volném trhu, diskontní sazba, lombardní sazba, HDP

Doporučené zdroje informací

HOLMAN, R. *Ekonomie*. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-387-6.

JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004. ISBN 80-247-0769-1.

NORDHAUS, W D. – SAMUELSON, P A. *Ekonomie : 19. vydání*. Praha: NS Svoboda, 2013. ISBN 978-80-205-0629-0.

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

SEKERKA, B. – BRČÁK, J. *Makroekonomie*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2010. ISBN 978-80-7380-245-5.

TOMŠÍK, V. – MANDEL, M. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.

Předběžný termín obhajoby

2017/18 ZS – PEF (únor 2018)

Vedoucí práce

Ing. Erika Urbánková, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 30. 10. 2016

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 1. 11. 2016

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 27. 03. 2018

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Monetární politika ČNB a aplikace nástrojů" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 27. března 2018

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Erice Urbánkové, Ph.D., za odborné vedení a pomoc při zpracování této diplomové práce. Dále pak mé přítelkyni a rodině za neustálou podporu po celé období mého studia.

Monetární politika ČNB a aplikace nástrojů

Souhrn

Teoretická část práce se zabývá činností České národní banky (ČNB), jako nositele měnové politiky v České republice, a jejími základními funkcemi.

Dále se práce zaměřuje na měnovou politiku jako takovou s uvedením jejích základních nástrojů a měnových režimů. Nástroje měnové politiky jsou zde podrobně popsány, včetně jejich základního rozdělení.

Nelze opominout aktuální režim měnové politiky České národní banky, tedy cílování inflace. Proto je tento základní pojem v práci vysvětlen.

Praktická část práce se zabývá aplikací nástrojů monetární politiky ze strany České národní banky na národní hospodářství ČR, přičemž je sledován vliv vybraných monetárních nástrojů HDP (či jeho určité složky) a na míru inflace.

Dále je v práci zhodnoceno, jak se České národní bance dařilo při používání vybraných nástrojů měnové politiky. Vyhodnoceny jsou také výsledky vlastní korelační a regresní analýzy, prostřednictvím kterých byly zkoumány vztahy určitých ekonomických veličin.

Klíčová slova: Česká národní banka (ČNB), měnová politika, měnové režimy, nástroje měnové politiky, devizové intervence, operace na volném trhu, diskontní sazba, lombardní sazba, hrubý domácí produkt (HDP)

Monetary policy of the Czech National Bank and application of monetary policy instruments

Summary

The theoretical part of the thesis deals with the activities of the Czech National Bank (CNB) as a bearer of monetary policy in the Czech Republic and its basic functions.

Furthermore, the thesis focuses on monetary policy mentioning its basic tools and monetary policy regimes. The monetary policy instruments are described in detail, including their basic division.

In the case of monetary policy regimes can't be overlooked the topic of the current monetary policy regime of the Czech National Bank, ie inflation targeting. Therefore, this basic term is explained.

The practical part of the thesis deals with the application of monetary policy instruments by the Czech National Bank on the national economy of the Czech Republic. The influence of selected monetary instruments on the GDP (or some of its components) and the rate of inflation is monitored.

The thesis evaluates how the Czech National Bank succeeded in using selected monetary policy instruments. The results of own correlation and regression analysis were also evaluated, through the analyzes the relations of certain economic variables were examined.

Keywords: Czech National Bank (CNB), monetary policy, monetary policy regimes, monetary policy instruments, foreign exchange interventions, open market operations, discount rate, lombard rate, gross domestic product (GDP)

Obsah

1 Úvod.....	10
2 Cíl práce a metodika	12
2.1 Cíl práce	12
2.2 Metodika	12
3 Teoretická východiska	14
3.1 Česká národní banka	14
3.1.1 Činnost ČNB.....	14
3.1.2 Základní funkce a činnosti ČNB.....	15
3.2 Monetární politika.....	17
3.2.1 Nástroje měnové politiky.....	18
3.2.2 Měnové režimy	29
4 Praktická část	33
4.1 Kurzové (devizové) intervence ze strany ČNB v letech 2013 - 2017.....	33
4.1.1 Situace v roce 2014.....	33
4.1.2 Situace v roce 2015.....	34
4.1.3 Situace v roce 2016.....	36
4.1.4 Situace v roce 2017.....	37
4.1.5 Grafické znázornění vývoje kurzu (CZK/EUR), míry inflace a HDP _{s. c.} ..	38
4.2 Operace na finančním trhu, diskontní nástroje ČNB	42
4.2.1 Situace a změny v letech 1998 - 2012	42
4.2.2 Situace v letech 2013 až 2018.....	44
4.3 Párové vztahy	48
4.3.1 Vztah kurzu (CZK/EUR) a míry inflace.....	48
4.3.2 Vztah kurzu (CZK/EUR) a HDP _{s. c.}	50
4.3.3 Vztah kurzu (CZK/EUR) a vývozu zboží a služeb.....	51
4.3.4 Vztahy základních úrokových sazeb ČNB a míry inflace	53
4.3.5 Vztahy základních úrokových sazeb ČNB a HDP _{s. c.}	55
4.3.6 Vztah diskontní sazby ČNB a poskytnutých úvěrů domácnostem	57
5 Výsledky a diskuse	58
5.1 Zhodnocení kurzového závazku ČNB v letech 2013 až 2017	58
5.2 Vyhodnocení výsledků korelační a regresní analýzy.....	60
6 Závěr.....	62
7 Seznam použitých zdrojů	64

Seznam grafů

Graf 1: Inflační cíle ČNB.....	32
Graf 2: Vývoj kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 - 2017	39
Graf 3: Vývoj kurzu (CZK/EUR) v letech 2013 - 2017	39
Graf 4: Vývoj inflace (v %) v období 1998 - 2017.....	40
Graf 5: Vývoj inflace (v %) v období 2013 – 2017.....	40
Graf 6: Vývoj HDP _{s.c.} (v mil. Kč) v letech 1998 - 2017.....	41
Graf 7: Vývoj HDP (meziroční změny v %)	41
Graf 8: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB v letech 1998 - 2018 (v %).....	45
Graf 9: Prognóza inflace (v %) pro roky 2018 – 2019	46
Graf 10: Prognóza vývoje HDP (v %) pro roky 2018 - 2019	47
Graf 11: Vztah míry inflace (v %) a kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 - 2017	48
Graf 12: Vztah míry inflace (v %) a kurzu (CZK/EUR) ve čtvrtletích let 2013 - 2017	49
Graf 13: Vztah míry inflace (v %, v čase t+10 čtvrtletí) a kurzu (CZK/EUR) ve čtvrtletích let 2013 - 2017	50
Graf 14: Vztah HDP _{s.c.} (v mil. Kč, v čase t+1) a kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 - 2017	51
Graf 15: Vztah vývozu zboží a služeb (v mil. Kč) a kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 - 2007	52
Graf 16: Vztah vývozu zboží a služeb (v mil. Kč) a kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 - 2017	52
Graf 17: Vztah míry inflace (v %) a dvoutýdenní repo sazby (v %) v letech 1998 - 2017	53
Graf 18: Vztah míry inflace (v %) a diskontní sazby (v %) v letech 1998 - 2017	54
Graf 19: Vztah míry inflace (v %) a lombardní sazby (v %) v letech 1998 - 2017.....	54
Graf 20: Vztah HDP _{s.c.} (v mil. Kč) a dvoutýdenní repo sazby (v %) v letech 1998 - 2017	55
Graf 21: Vztah HDP _{s.c.} (v mil. Kč) a diskontní sazby (v %) v letech 1998 - 2017.....	56
Graf 22: Vztah HDP _{s.c.} (v mil. Kč) a lombardní sazby (v %) v letech 1998 - 2017	56
Graf 23: Vztah roční míry růstu poskytnutých úvěrů domácnostem (v %) a diskontní sazby (v %) v letech 2003 - 2017.....	57
Graf 24: Kurz koruny vůči euru a intervence ČNB (v mld. EUR)	59

Seznam tabulek

Tabulka 1: Inflační cíle ČNB.....	31
Tabulka 2: Změny úrokových sazeb ČNB v roce 2012.....	43
Tabulka 3: Změny úrokových sazeb ČNB v roce 2017 a 2018.....	45

1 Úvod

Hlavním úkolem měnové politiky, který je stanoven zákonem o ČNB, je udržování cenové stability. Toho je od ledna 1998 dosahováno prostřednictvím měnového režimu cílování inflace. V rámci tohoto režimu se ČNB snaží udržet inflaci poblíž předem vyhlášeného cíle. Od počátku roku 2010 cíluje ČNB meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen ve výši 2 %, s tolerančním pásmem ± 1 procentní bod.

Při cílování inflace, tedy udržování celkové inflace poblíž stanoveného inflačního cíle, využívá ČNB několika nástrojů měnové politiky. Mezi hlavní nástroje ČNB patří zejména úrokové operace (repo operace a automatické facility), devizové intervence či povinné minimální rezervy, které pro komerční banky odpovídají sazbě ve výši 2 % z jejich primárních vkladů, a to dlouhodobě již od 7. října 1999.

Úrokové operace hrají klíčovou roli při řízení hladiny krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním peněžním trhu. Bankovní rada ČNB rozhoduje o stanovení hodnoty tří základních úrokových sazeb: limitní dvoutýdenní repo sazby, diskontní a lombardní sazby. Hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbou je dvoutýdenní repo sazba. Diskontní a lombardní sazba tvoří dolní a horní hranici pro pohyb krátkodobých sazeb peněžního trhu.

Prostřednictvím operací provedených na peněžním trhu ovlivňuje ČNB stav likvidity bankovního sektoru tak, aby odpovídal optimální výši pro plnění povinných minimálních rezerv. Tím je zabezpečována stabilita krátkodobých úrokových sazeb na požadované úrovni.

V situaci, kdy jsou úrokové sazby na velmi nízké úrovni, kdy využívání standardních nástrojů měnové politiky již není možné a kdy hrozí deflační tlaky, tak jak tomu bylo v ČR v roce 2012 a 2013, nastává prostor pro využití dalšího měnového nástroje, a to devizových intervencí.

ČNB proto v listopadu 2013 přistoupila v souladu se svou předchozí komunikací k používání kurzu koruny jako dalšího nástroje uvolňování měnové politiky. Vyhlášený jednostranný kurzový závazek znamenal, že ČNB byla připravena intervencemi na devizovém trhu bránit přílišnému posílení kurzu koruny pod úroveň 27 CZK/EUR, zatímco na slabší straně uvedené hladiny nechává kurz volně pohybovat. Devizové intervence měly přispět k oživení vývoje české ekonomiky (růstu HDP) a růstu míry inflace k vyhlášenému inflačnímu cíli.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Cílem diplomové práce je zhodnotit dopad aplikace nástrojů monetární politiky ze strany České národní banky na národní hospodářství ČR, přičemž bude sledován vliv vybraných monetárních nástrojů (kurzových intervencí, čtrnáctidenní repo sazby, diskontní sazby, lombardní sazby) na HDP (či jeho určité složky) a na míru inflace.

2.2 Metodika

V teoretické části diplomové práce budou popsány režimy měnové politiky a její nástroje. Bude zde použita převážně popisná metoda. Čerpáno bude převážně z odborné literatury a internetových stránek České národní banky.

Praktická část diplomové práce bude zaměřena na aplikaci vybraných nástrojů měnové politiky ze strany České národní banky. V praktické části bude zejména použita korelační analýza a jednoduchá lineární regrese. Čerpáno bude převážně z internetových stránek České národní banky a Českého statistického úřadu (ČSÚ).

Korelační analýza slouží k určení těsnosti či intenzity závislosti (korelace) mezi kvantitativními znaky. Korelace se měří např. prostřednictvím korelačního koeficientu (r), který nabývá hodnot v intervalu $\langle -1; 1 \rangle$. Hodnoty v intervalu $|0 - 0,3|$ značí slabou závislost mezi zkoumanými znaky, hodnoty v intervalu $|0,31 - 0,7|$ pak střední závislost a nakonec hodnoty v intervalu $|0,71 - 1|$ silnou závislost.

Koeficient determinace (r^2 či R^2) udává, z kolika % jsou změny závislé proměnné ovlivněny změnami nezávislé proměnné. Získáme ho tedy jako druhou mocninu hodnoty korelačního koeficientu. Korelační koeficient se pak vypočte dle vzorce: $r = (s_{xy}) / (s_x \cdot s_y)$, kde s_{xy} značí výběrovou kovarianci, s_x a s_y výběrové směrodatné odchylky veličin X a Y .
[1, s. 116 - 118]

Regrese popisuje průběh závislosti mezi dvěma či více kvantitativními znaky pomocí regresní funkce, např. prostřednictvím přímky v obecné podobě $y' = a + bx$, kde a je konstanta, b pak regresní koeficient udávající o kolik % se změní závislá proměnná (y'), když se nezávislá proměnná (x) změní o 1 %. Znaménko u regresního koeficientu poté určuje směr přímky. [1, s. 108 - 110]

3 Teoretická východiska

3.1 Česká národní banka

ČNB je ústřední bankou České republiky, která vykonává dohled nad finančním trhem. Byla zřízena Ústavou České republiky a svou činnost provozuje v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance (ve znění pozdějších předpisů), a dalšími právními předpisy. Sídlo má v Praze, její strukturu dále tvoří sedm regionálních zastoupení (v Praze, v Ústí nad Labem, v Plzni, v Českých Budějovicích, v Hradci Králové, v Brně a v Ostravě). ČNB je součástí Evropského systému centrálních bank a podílí se na plnění jeho cílů a úkolů.

Bankovní rada je nejvyšším řídicím orgánem ČNB. Její složení tvoří guvernér, dva viceguvernéři a čtyři další členové. Všichni členové jsou jmenováni prezidentem na šestileté období. Nejvýše mohou být ve funkci po dvě funkční období. [2]

3.1.1 Činnost ČNB

Hlavním předmětem činnosti ČNB je péče o cenovou stabilitu v zemi, tedy o prostředí s nízkou inflací¹ v ekonomice pro podporu hospodářského růstu. K tomu je nutná její nezávislost. Dále se stará o finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému v zemi.

ČNB v souladu se svým hlavním cílem vytváří měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí a dohlíží na peněžní oběh, platební styk a činnost obchodních bank. Dále vykonává dohled nad bankovním sektorem, kapitálovým trhem, penzijním připojištěním, pojišťovnictvím, družstevními záložnami, institucemi elektronických peněz a směnárny. Státu a veřejnému sektoru poskytuje bankovní služby. Vede účty organizacím a osobám napojeným na státní rozpočet. V neposlední řadě provádí operace spojené s emisemi státních dluhopisů a investicemi na finančních trzích.

¹ Inflace je nepřetržitý růst agregátní cenové hladiny v čase, který zachycuje všechna zboží a služby.

3.1.2 Základní funkce a činnosti ČNB

Centrální banky, tedy i ČNB, vykonávají obdobné činnosti. Mezi ty nejzákladnější a nejčastější činnosti centrálních bank patří:

Emisní činnost

Tuto činnost lze charakterizovat jako operace s hotovostními penězi (či oběživem). ČNB disponuje výlučným právem na vydávání bankovek a mincí. Tímto právem obchodní banky nedisponují. ČNB má tedy v této oblasti hotovostních peněz monopol. V případě vydávání bezhotovostních peněz tomu tak není. Bezhotovostní peníze jsou vydávány převážně obchodními bankami.

Měnová politika

Další významnou činností ČNB je vytváření měnové politiky. Prostřednictvím měnové politiky ČNB reguluje množství peněz v ekonomice, a to převážně za účelem podpory cenové stability.

Centrální banky, včetně ČNB, se snaží ovlivňovat množství peněz v ekonomice, a to především v podobě měnových agregátů² či prostřednictvím výše úrokových sazeb.

Měnová politika je prováděna na mezibankovním trhu ve vztahu k obchodním bankám. Značný význam zde má nezávislost a samostatnost centrálních bank.

Měnové politice bude věnována následující kapitola.

Regulace a dohled bank

V případě dvoustupňového bankovního systému, který je uplatňován i v ČR, jsou bankovní instituce (první stupeň) regulovány ČNB (stupněm druhým).

Regulace je charakterizována tvorbou a prosazováním pravidel činnosti bankovních institucí. Mnohdy mají centrální banky také na starosti dohled nad činností bankovních institucí, který spočívá v kontrole dodržování stanovených pravidel.

² Měnové agregáty představují souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity.

Devizová činnost

Do této oblasti činnosti centrální banky patří převážně správa devizových rezerv státu, s nimi spojené operace na devizovém trhu či devizové regulace.³

Operace s devizovými rezervami provádí centrální banka zejména z důvodu udržování jejich hodnoty, zajištění jejich výnosnosti, zabezpečení devizové likvidity země a ovlivňování vývoje měnového kurzu domácí měny (prostřednictvím prodeje a nákupů domácí měny za měny zahraniční).

Banka státu či vlády

Při výkonu této činnosti centrální banka vede účty a uskutečňuje určité operace pro vládu, centrální orgány státu, orgány místní samosprávy a některé podniky veřejného sektoru.

Centrální banka také zajišťuje pokladní plnění státního rozpočtu (zpracování finančních operací souvisejících s hospodařením státního rozpočtu), poskytuje úvěry pro plnění státnímu rozpočtu (což je podmíněno úpisem cenných papírů a jejich následným prodejem) a spravuje státní dluh.

Banka bank

Mezi základní činnosti centrálních bank vůči ostatním bankám patří poskytování úvěrů, přijímání vkladů, vedení jejich účtů a zúčtování finančních operací (neboli clearing) či realizování operací s cennými papíry.

Finanční prostředky ukládají banky u centrální banky v podobě povinných či dobrovolných vkladů v domácí měně. Povinné vklady (tedy povinné minimální rezervy) omezují objemy vkladů, s kterými mohou volně hospodařit.

Úvěry od centrální banky jsou emitovány bezhotovostní peníze. Tyto úvěry jsou pro obchodní banky levným zdrojem finančních prostředků, jelikož jsou poskytovány

³ Stanovení a kontrola pravidel nakládání se zahraničními měnami.

za velmi nízký úrok. Banky žádají o úvěry od centrální banky také v případě problémů s likviditou.

Operace s cennými papíry provádí centrální banka s cílem změnit rezervy bank či krátkodobou úrokovou míru. Banky se naproti tomu snaží získat likviditu či dosáhnout zisku.

Clearing mohou spolu s centrální bankou provádět také velké obchodní banky. [3, s. 33 - 36]

3.2 Monetární politika

Tvorba měnové politiky je jednou z výlučných činností centrální banky. Jejím prostřednictvím reguluje množství peněz v ekonomice, a to převážně za účelem podpory cenové stability.

Centrální banky se snaží ovlivňovat vývoj množství peněz v ekonomice především v podobě měnových agregátů či prostřednictvím výše úrokových sazeb.

Měnovou politiku lze definovat jako regulaci operačního cíle (většinou krátkodobé úrokové míry) ze strany centrální banky prostřednictvím nástrojů měnové politiky, a to za účelem dosažení zprostředkujícího cíle (určitého peněžního agregátu) a nakonec i konečného cíle v podobě cenové stability, která je vyjádřena určitou výší inflace. Jedná se o transmisní mechanismus měnové politiky.

Podle nastavení operačního cíle se poté jedná o restriktivní či expanzivní měnovou politiku. Expanzivní měnová politika je uplatňována v situaci, kdy jsou vysoké úrokové míry, slabá ekonomika, je vysoká nezaměstnanost, a kdy nejsou obavy o vznik inflace.

Za této situace je potřeba stimulovat ekonomiku. Toho je dosaženo snížením krátkodobé tržní úrokové míry, což vede k poskytování nových úvěrů ze strany obchodních bank a ochotě spotřebitelů poptávat nové finanční prostředky. Podniky a domácnosti více utrácí, a tím se zvyšuje rychlost obratu peněz. Restriktivní měnová politika je pravým opakem výše popsaného. Využívá se v situaci, kdy hrozí inflace, kdy je přehřátá ekonomika, je nízká nezaměstnanost či nízké úrokové sazby. [3, s. 375 - 378]

3.2.1 Nástroje měnové politiky

Nástroje měnové politiky slouží k dosažení konečného cíle měnové politiky, tedy cenové stability.

Nástroje měnové politiky lze členit na *nepřímé* (operace na volném trhu, diskontní nástroje, kursové intervence), *přímé a nepřímé* (povinné minimální rezervy, doporučení, výzvy a dohody) a *přímé* (limity úvěrů bank, limity úrokových sazeb, povinné vklady, pravidla likvidity).

Pro *nepřímé nástroje* měnové politiky je charakteristické plošné působení na obchodní banky s jednotnými podmínkami, na které banky mohou, ale také nemusí, reagovat. Nepřímé nástroje jsou méně účinné, ale lze je použít okamžitě.

Přímé nástroje přímo dopadají do rozhodovacího mechanismu bank a v důsledku omezují jejich podnikatelskou samostatnost. Tyto nástroje jsou používány výjimečně či po časově omezenou dobu, i když jsou účinnější než nástroje nepřímé. [3, s. 220 - 221]

Operace na volném trhu

Spočívají v nákupu či prodeji cenných papírů v domácí měně ze strany centrální banky obchodním bankám. Cílem je regulace rezerv bank nebo regulace krátkodobé úrokové míry.

Cílem většinou bývá dosažení zvolené úrovně krátkodobé úrokové míry.

Při operacích na volném trhu dochází ke změně rezerv obchodních bank u centrální banky. Pokud jsou rezervy bank nižší, než je součet rezervních požadavků a přebytkových rezerv, centrální banka musí rezervy dodat. Pokud by tak neučinila, obchodní banky by nebyly schopny splnit rezervní požadavky a v důsledku by rostla krátkodobá úroková míra nad stanovenou úroveň. Pokud jsou ale rezervy vyšší, než je součet rezervních požadavků a přebytkových rezerv, centrální banka musí rezervy stáhnout. Pokud by se tak nestalo, vedlo by to ke snadnému splnění plnění rezervních požadavků a následně k poklesu krátkodobé úrokové míry pod stanovenou úroveň. [4, s. 23 - 24]

Nákup cenných papírů centrální bankou tedy vede k zvýšení rezerv bank, poklesu krátkodobé úrokové míry a tlaku na znehodnocení domácí měny. Prodej cenných papírů má pak opačné účinky.

Centrální banky nejčastěji obchodují se státními cennými papíry či vlastními cennými papíry. Obchodní banky nepreferují některého z těchto emitentů, považují tyto cenné papíry za „obecné“.

Mezi základní druhy operací na volném trhu patří *přímé operace*, *repo operace* a *switch operace*.

Při *přímých operacích* centrální banka prodává nebo nakupuje cizí cenné papíry⁴. Dopad na rezervy bank (krátkodobou úrokovou míru a měnový kurz domácí měny) jednosměrný a trvalý.

Repo operace se skládají ze dvou po sobě následujících opačných transakcí.

Při *prostých repo operacích* centrální banka prodává cenné papíry, které později zpětně nakupuje. Rezervy bank tak dočasně klesnou a později se vrátí na původní úroveň. Obdobně je ovlivněna krátkodobá úroková míra a měnový kurz domácí měny.

Při *reverzních repo operacích* centrální banka nakupuje cenné papíry, které později prodává. Rezervy bank se tak dočasně zvýší. Vlastní cenné papíry může centrální banka použít jen omezeně, a to při obchodech před lhůtou splatnosti.

Ke zpětné transakci při *repo operacích* může dojít v přesně určeném termínu, a to při *termínovaných repo operacích*, či kdykoli do stanoveného termínu kteroukoli ze zúčastněných stran (*netermínované repo operace*). Je zřejmé, že centrální banka preferuje *termínované repo operace*, které jí umožňují přesnější zhodnocení vlivu na rezervy bank.

Podstatou *switch operací* je výměna cenných papírů za cenné papíry ve stejném objemu, ale s jinou lhůtou splatnosti. Jelikož se nemění objem nakoupených cenných papírů v bilanci centrální banky, tyto operace nemají přímý vliv na rezervy bank. Smyslem těchto operací je ovlivnění krátkodobé a střednědobé úrokové míry ze strany centrální banky.

Při *switch operacích* tak dochází pouze k úhradám úrokových rozdílů. Pokud centrální banka prodává cenné papíry s delší lhůtou splatnosti (za nižší cenu, s vyšším úročením) a zároveň nakupuje stejné cenné papíry s kratší lhůtou splatnosti (za vyšší cenu, s nižším úročením), musí uhradit úrokový rozdíl. V opačném případě je tomu naopak.

[3, s. 222 - 226]

⁴ Státní cenné papíry, cenné papíry nebankovních subjektů, obchodních a dalších bank.

Diskontní nástroje

Patří mezi ně *úvěry*, které centrální banka poskytuje obchodním bankám, a to většinou bezhotovostně, v domácí měně a s přesně specifikovanými podmínkami. Dále pak *úrokové sazby z těchto úvěrů*, *úrokové sazby z rezerv bank* na účtech u centrální banky a vyhlášené *úrokové sazby z cenných papírů* při operacích na volném trhu.

Diskontní nástroje jsou zaměřeny na regulaci rezerv bank a ovlivňování krátkodobé úrokové míry. Také mají vliv na měnový kurz domácí měny. Obchodní banky nemusejí reagovat na změny úrokových sazeb centrální banky či si od ní půjčovat peníze. Mají tedy nepřímý charakter.

Pro úvěry centrální banky, které poskytují domácím obchodním bankám, je také charakteristické, že mají emisní účinky. [3, s. 230 - 231]

Diskontní úvěry jsou úročeny diskontní sazbou, kterou vyhláší centrální banka. Za tuto sazbu poskytuje centrální banka úvěry obchodním bankám. Při zvýšení diskontní sazby očekává centrální banka pokles poptávky po svých úvěrech. Dojde tak k omezení úvěrových zdrojů obchodních bank a sníží se tak jejich nabídka peněz ostatním subjektům v ekonomice. Poklesu diskontní sazby má pak opačné účinky. [5, s. 223 - 224]

Diskontní úvěry jsou jedním z nejlevnějších zdrojů finančních prostředků pro obchodní banky.

Poskytnutím tohoto úvěru dojde k růstu rezerv bank, při jeho splácení naopak ke snížení rezerv bank. Za strany centrální banky nemusí být vyžadováno jeho krytí (nejčastěji státními cennými papíry), většinou však k tomu dochází. Pro získání diskontního úvěru je také důležité finanční zdraví dotčené banky a bezproblémové splácení předchozích diskontních úvěrů.

Diskontní úvěry nejsou poskytovány ve velkých objemech. Ty jsou limitovány vůči všem bankám. Nelze je tak považovat za příliš významný nástroj regulace rezerv bank. Jsou poskytovány na krátkou dobu, kdy lhůta jejich splatnosti nepřesahuje tři měsíce. Často však jde o úvěry splacené během příslušného dne.

Lombardní úvěry jsou krátkodobé úvěry s lhůtou splatnosti nepřekračující 90 dní (někdy jsou poskytovány „přes noc“) poskytované v domácí měně proti zástavě v podobě prvotřídních cenných papírů. Objem lombardního úvěru je snížen o lombardní sazbu. Jeho úročení je ve srovnání s diskontním úvěrem vyšší.

Banky mohou tyto úvěry poptávat za situace, kdy již nemají možnost si prostřednictvím diskontních úvěrů doplnit likviditu.

Poskytnutím lombardního úvěru dochází k růstu vypůjčených rezerv bank. Při jeho splacení je tomu naopak.

Reeskontní úvěry jsou také krátkodobé úvěry, které jsou poskytovány s mírně vyšší sazbou (reeskontní), než je sazba diskontní. Jedná se o úvěry poskytované v domácí měně a kryté odkoupenými prvotřídními cennými papíry. [3, s. 231 - 234]

Kurzové intervence

Spočívají v ovlivňování nabídky a poptávky na devizových trzích s cílem ovlivnit vývoj měnového kurzu domácí měny.

Hodnota měnového kurzu je dána především vztahem mezi poptávkou a nabídkou zahraničních měn a domácí měny na devizovém trhu. Ovlivní-li centrální banka vztah mezi poptávkou a nabídkou, zároveň tím změní měnový kurz, tedy rovnovážnou cenu.

Kurzové intervence jsou ze strany centrální banky nejčastěji prováděny přímo nákupem či prodejem zahraničních měn za domácí měnu. Protistranou centrální banky jsou pak obvykle obchodní a jiné banky. Tyto intervence probíhají bezhotovostně a jsou označovány termínem *devizové intervence*. [6, s. 609 - 614]

Centrální banka může také ovlivňovat měnový kurz *nepřímo*, a to změnami vlastních úrokových sazeb. Mohou se požit také změny povinných minimálních rezerv či některé administrativní opatření.

Četnost využívání devizových intervencí je závislá na systému měnového kurzu. Povinné intervence jsou v zemích s limitovanými kurzy. S rostoucí šířkou pásem fluktuace měnového kurzu domácí měny klesá nutnost kurzových intervencí.

Nákup zahraniční měny ze strany centrální banky za domácí měnu zvýší poptávku po zahraniční měně na devizovém trhu. Domácí měna se tak začne znehodnocovat, nebo

se zpomalí zhodnocovací tendence. Prodejem zahraniční měny za domácí měnu se zvyšuje nabídka zahraniční měny. Jedná se tedy o opačné účinky.

Pro dopad devizových intervencí na rezervy bank platí, že nákupy zahraničních měn zvyšují rezervy bank, prodeje zahraničních měn pak naopak vedou ke snížení rezerv bank.

Centrální banka může tyto dopady zastavit (sterilizovat) pomocí vynucených operací na volném trhu: při nákupu zahraničních měn bude současně prodávat cenné papíry za domácí měnu a při prodeji zahraničních měn bude naopak cenné papíry kupovat.

Tyto aktivity však současně snižují účinnost intervencí ve vztahu k měnovému kurzu a operace s cennými papíry mohou ovlivnit krátkodobou úrokovou míru opačným směrem než samotné intervence. Nákupy zahraničních měn tlačí na pokles krátkodobé úrokové míry, ale prodeje cenných papírů zase tlačí na růst krátkodobé úrokové míry. V opačném případě je tomu naopak. Výsledek je potom závislý na tom, který z vlivů bude silnější. [3, s. 239 - 242]

Nepřímé intervence prostřednictvím změn úrokových sazeb centrální banky ovlivňují pohyb a nabídku zahraničního kapitálu. Růst sazeb vede k přílivu či růstu nabídky, pokles pak zase k odlivu či poklesu nabídky zahraničního kapitálu. Změna nabídky se pak projeví na pohybu měnového kurzu.

Změny úrokových sazeb centrální banky mohou ovlivnit i očekávání budoucího tempa ekonomického růstu. Snížení sazeb může být spojeno s očekáváním vyššího tempa růstu a vést ke zhodnocení domácí měny.

Devizové intervence mají nejčastěji podobu *konverzí*, tedy nákupů či prodejů zahraničních měn za domácí měnu v aktuálním (spotovém) kurzu na spotovém trhu nebo v předem dohodnutém kurzu na termínovém trhu. U konverzí je dopad na rezervy bank, krátkodobou úrokovou míru a měnový kurz domácí měny trvalý.

Dále pak mohou mít podobu *swapových operací* s měnovými swapy, které kombinují promptní a termínové operace, tedy prodej nebo nákup zahraniční měny za měnu domácí (spotový kurz), který je doprovázen zpětnou operací – nákupem nebo prodejem v dohodnutém budoucím termínu za sjednaný (forwardový) kurz. Tyto operace mají dočasný vliv na rezervy bank, krátkodobou úrokovou míru i měnový kurz. Centrální bankou jsou používány k získání krátkodobých zdrojů v zahraničních měnách. [4, s. 391- 398]

Povinné minimální rezervy

Stanovují, jakou část vkladů nebankovních subjektů u obchodních bank musí mít banky uloženu na účtu u centrální banky. Povinné minimální rezervy jsou aktivy obchodních bank a pasivy centrální banky. Jsou jimi ovlivňovány peněžní multiplikátory příslušných měnových agregátů. [5, s. 222 - 223]

Bankám může být státními orgány stanovena povinnost, aby část jejich aktiv byla uložena na běžném účtu u centrální banky, jako minimální povinná rezerva (aktiva bank a pasiva centrální banky). Jde o povinný objem hotovosti, který musí mít každá banka uložený v trezoru centrální banky. Předepsaný objem povinné minimální rezervy je stanoven na 2 % ze základny pro výpočet povinné minimální rezervy. Aktiva mohou být uložena v hotovosti, ale i v jiných formách. Velikost rezerv je odvozena od stanovené části vkladů.

Jedná se o klasický nástroj měnové politiky centrálních bank v tržních ekonomikách. Jejich význam ale klesá, v některých zemích se dokonce nepoužívají vůbec, nebo jsou jejich sazby nízké a po dlouhou dobu stabilní.

Povinné minimální rezervy však nemusejí sloužit výhradně jako nástroj měnové politiky. Především změnou jejich sazeb je lze využít k regulaci likvidity bank. Za předpokladu, že banka plní minimální povinné rezervy v předepsané výši a dostane se do vážných problémů, vedoucích k její likvidaci, za určitých okolností lze tyto rezervy využít i jako rezervy krizové situace (pro úhradu některých závazků – výplaty vkladů).

Bankami jsou povinné minimální rezervy vnímány jako nástroj, který zvyšuje nákladovost a snižuje jejich výnosnost. [3, s. 242 - 243]

Limity úvěrů bank

Je-li žadatelem o investiční úvěr požadována od banky vyšší částka než je státem stanovený limit, je nutné, aby zájemce bance předložil souhlas státních orgánů o tom, že banka smí úvěr v této výši poskytnout. V případě, že toto povolení žadatel bance nepředloží, nesmí banka takovýto úvěr poskytnout. Samotné rozhodnutí o poskytnutí investičního úvěru, po předložení všech potřebných dokumentů, a podmínky, za kterých

bude úvěr poskytnut, jsou výhradní záležitostí banky, za předpokladu dodržení státem daných omezení. [5, s. 222]

Těmito omezeními a regulacemi může státní orgán například stanovit maximální dobu splatnosti úvěru. Rovněž může od banky požadovat měsíční zprávy o úvěrech, které byly poskytnuty nad stanovený limit. Může bankám stanovovat úvěrové limity, maximální přípustné rozpětí mezi diskontní sazbou a úroky, které požadují banky od svých zákazníků a podobně. Tyto zásahy do rozhodování obchodních a dalších bank jsou nazývány přímé administrativní nástroje.

Limity úvěrů bank, nebo úvěrové stropy lze označit za nejúčinnější nástroje měnové politiky. Jsou používány výjimečně, přímé a zaměřené na regulaci zprostředkující kritéria (měnového agregátu). Mohou ovlivnit i operativní kritérium, tedy krátkodobou úrokovou míru.

Snížení limitů za stejných okolností vede k omezení nabídky úvěrů a vede k tlaku na růst mezibankovní sazby i úrokových sazeb z úvěrů. Nepřímo mohou ovlivnit i vývoj rezerv bank. Při zavedení limitů nebo jejich snížení za jinak stejných okolností klesne poptávka bank po úvěrech od centrální banky a tím dochází ke zpomalení růstu rezerv. Toto má i dopad na měnový kurz.

Banky se limitům brání, protože jde o omezení samostatnosti jejich rozhodování. Z tohoto důvodu jde jen o výjimečně používané nástroje měnové politiky. V podobě úvěrové angažovanosti, kdy je bance stanoven limit počtu úvěrů, poskytovaných jednomu klientovi nebo skupině klientů, jsou v praxi používány trvale, ale za jiným účelem.

Limity úvěrů bank lze stanovit:

- *Absolutní výší nově poskytnutých úvěrů pro budoucí období* – tento způsob zvyrazňuje přímý charakter nástroje;
- *Relativní změnou nově poskytnutých úvěrů, ve srovnání s předchozím obdobím* – nemusejí být stanoveny všem bankám stejně;
- *Poměrem ke kapitálu a aktivům* – nedochází k žádnému zvýhodnění některé z bank (menší banky mohou poskytovat nižší objemy úvěrů). [3, s. 247 - 248]

Limity úrokových sazeb bank

Spočívají ve stanovení maximálních úrokových sazeb z úvěrů obchodních bank a maximálních či minimálních úrokových sazeb z vkladů u obchodních bank. Cílem je regulace či stabilizace úrokových sazeb. Lze je charakterizovat jako přímé nástroje, zaměřené na regulaci úrokových sazeb a používané výjimečně.

Stanovený limit úrokové *sazby z úvěrů* představuje maximální hodnotu této sazby. Je-li tedy centrální bankou zvýšen tento limit, může dojít k růstu úrokových sazeb z úvěrů a naopak. Reakce bank na změnu limitů není ale jistá. V případě, že dojde k zvýšení limitu, banky nutně nemusí přistoupit k zvýšení sazeb z úvěru. V případě že ano, není jasno v tom, v jakém rozsahu. V případě klientů (potencionálních dlužníků) bank, je jejich poptávka po úvěrech rovněž limity ovlivněna a může se měnit.

Limity je ovlivněn i vývoj rezerv bank. Zvýšením limitů a zachování stejné výše diskontní sazby může zapříčinit poptávku bank po diskontních úvěrech, což může vést k zvýšení rezerv. Přes pohyb úrokových sazeb z úvěrů nelze vyloučit nepřímý vliv na pohyb zahraničního kapitálu. Toto můžeme mít dopad na měnový kurs domácí měny.

Limity úrokových *sazeb z vkladů* mohou být stanoveny jako minimální i jako maximální. V případě stanovení maximálních limitů je tímto opět sledováno ovlivnění úrokových sazeb. Je zřejmé, že při stanovení nebo snížení limitů úrokové sazby vkladů, lze očekávat pomalejší příliv vkladů. Na toto banky reagují zvýšenou poptávkou po úvěrech od centrální banky s následným růstem rezerv. Těmito limity rovněž lze zpomalit nebo způsobit odliv zahraničního kapitálu, s důsledkem v podobě tlaku na znehodnocení domácí měny.

Zavedením nebo zvýšením minimálních limitů pro úrokové sazby z vkladů sleduje centrální banka jiné cíle - je podporována tvorba peněžních úspor v podobě vkladů u bank. Tento nástroj lze použít v systému, kde není velká konkurence bank v oblasti peněžních úspor. Brání „diktování podmínek“ ze strany těchto institucí. Příkladem minimálních limitů, se kterým jsme se setkali i v našem bankovním systému, jsou léta 1990 – 1992, kdy dominantní postavení na trhu vkladů obyvatelstva zaujímali jen dvě státní spořitelny.

Následky limitů úrokových sazeb z úvěrů i vkladů nelze předem s jistotou odhadnout. Banky se těmito vyhlášením přizpůsobují. Například v případě nízkých maximálních limitů z vkladů mohou banky vkladové produkty inovovat. V každém případě

jde o přímý nástroj měnové politiky, protože limity úrokových sazeb jsou cenovou kontrolou úvěrů a vkladů. [3, s. 248 - 249]

Povinné vklady

Povinné vklady u centrální banky nejsou příliš významným nástrojem měnové politiky centrální banky. Tento nástroj měnové politiky je používán výjimečně, je neoperativní a přímý. Jedná se o výjimku, protože povinnost vkladů se vztahuje na nebankovní subjekty, některé centrální orgány (státní fondy a ministerstva) a na vybrané podniky ve státním vlastnictví. Povinnost vkladu u centrální banky nemusí být pouze v pravomoci centrální banky, ale může jít o vzájemnou dohodu s vládou.

Povinné vklady těchto subjektů jsou likvidními prostředky, z hlediska své podstaty. Tímto způsobem má centrální banka kontrolu nad prostředky, které by zvyšovaly likviditu bank, pokud by byly ukládány v obchodních bankách. Při zúžení okruhu subjektů, na které se tato povinnost vztahuje, nebo při zrušení povinných vkladů by došlo k růstu povinných rezerv bank a tedy k zvýšení měnových a úvěrových agregátů. Rovněž by toto vedlo ke snížení poptávky bank po úvěrech centrální banky. V nějakých případech, po dohodě s vládou, jsou u centrální banky ukládány domácí i devizové prostředky, které byly získány z prodeje státních podniků.

Hlavním smyslem povinných vkladů je kontrola pohybů peněz na účtech příslušných subjektů. Cílem je rovněž zamezit růstu rezerv bank a také tlakům na zhodnocení domácí měny.

Význam povinných vkladů klesá. Postupným rušením povinnosti vkladů je tak subjektům dáвана možnost posoudit při rozhodování, zda bude preferovat výnos na úkor jistoty a prostředky uloží u obchodních bank, nebo prostředky uloží s nižším výnosem, ale vysokou jistotou u centrální banky. [3, s. 249 - 250]

Pravidla likvidity

Pravidla likvidity mohou být s výhradami zařazeny do nástrojů měnové politiky. Jsou permanentní i výjimečně používané, neoperativní, přímé a zaměřené na podporu stability bank. Regulace operativního nebo zprostředkujícího kritéria není jejich hlavním účelem. Jsou zaměřena na zajištění určitého stupně diverzifikace bilančních položek bank, a tedy rozložení rizik bankovní činnosti, jinak řečeno na podporu stability bankovního systému. Používají se k zabezpečení žádoucí úrovně likvidity bank.

Vzhledem k tomu, že jsou neoperativní, není vhodné je často měnit. Pravidly likvidity však může být ovlivněn vývoj rezerv bank. Pravidla ovlivňují pohyb krátkodobé úrokové míry, nebo měnový kurz domácí měny.

Bankám může ustanoveno:

- *Minimální poměr mezi krátkodobými aktivy a krátkodobými vklady* – změnami tohoto poměru ovlivňují časovou strukturu úrokových sazeb;
- *Maximální rozdíl* (v absolutní hodnotě) *mezi krátkodobými devizovými aktivy a krátkodobými devizovými pasivy* nebo *maximální podíl tohoto rozdílu na kapitálu banky* – tento vliv se především projevuje na měnovém kurzu.

[3, s. 250 - 251]

Doporučení, výzvy a dohody

Doporučení, výzvy a dohody jsou nástroje, kterými může centrální banka ovlivňovat vývoj operativních i zprostředkujících kritérií prostřednictvím permanentní vzájemné interakce s bankami.

Jsou to verbální i písemná doplnění nástrojů měnové politiky. Těmito doplněními centrální banka konkretizuje své záměry pro nejbližší vývoj v měnové oblasti a bankovním systému.

Základní charakteristikou je jejich permanentní i výjimečné použití, zaměření na regulaci operativních i zprostředkující kritérií a podpora stability bank. Vzhledem ke skutečnosti, že jejich rozlišení je obtížné, lze uvést, že v obecné podobě platí:

- *Doporučení* – má charakter spíše obecné vyjádřených přání centrální banky na chování a jednání bank v nejbližším období;

- *Výzva* - má konkrétnější a důraznější charakter;
- *Dohody* – mají písemnou podobu, závaznými a s možností sankcí při neplnění se stávají po jejich podpisu zúčastněnými stranami. Různé dohody mohou být uzavírány i mezi bankami navzájem, a to bez účasti centrální banky. Předmětem dohody by však neměla být například úroková politika těchto subjektů. V tomto případě by se totiž v zásadě jednalo o kartelové dohody, které by narušily tržní prostředí. Tyto dohody by byly právně postihnutelné dle zákonů na ochranu hospodářské soutěže.

Banky si obecně nedovolují přáním a výzvám centrální banky nevyhovět, nebo je nerespektovat. Důvody tohoto jsou:

- Neformální autoritu centrální banky respektují banky, které si zakládají na své důvěryhodnosti;
- Pokud jsou jasně formulovaná přání centrální banky nerespektována bankou, vystavuje se tato banka hrozbě nepřímých následných sankcí. Pro nerespektování přání centrální banky lze bance například snížit limit, nebo odmítnout poskytnutí diskontních a dalších úvěrů;
- V případě, že by byla účinnost doporučení dohod a výzev (nebo gentlemanských dohod) nízká, pak může centrální banka přistoupit až k zavedení úvěrových limitů.

Tento nástroj lze považovat za vysoce účinný. Uvedené nástroje se týkají úvěrové a úrokové politiky obchodních a dalších bank. Jsou používány často pro určité korekce chování bank ve vztahu ke klientům. Mají jen dočasný a krátkodobý charakter.

V bankovních systémech, kde si banky zakládají na své důvěryhodnosti, centrální banky mohou upustit od používání jakýchkoliv přímých nástrojů a mohou je, v případě nutnosti, nahradit touto skupinou nástrojů. [3, s. 251]

3.2.2 Měnové režimy

Při řízení měnové politiky lze využít několik základních režimů. Mezi ty hlavní patří:

Cílování měnové zásoby

Při cílování měnové zásoby je kladen důraz na tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Vychází se zde z poznatku, že růst cen je v dlouhodobém horizontu ovlivňován vývojem peněžní nabídky.

Cílování měnového kurzu

V rámci tohoto režimu se centrální banka snaží prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země. Ztráta autonomie měnové politiky je tedy jednou z hlavních nevýhod tohoto režimu.

Režim s implicitní nominální kotvou

Tento režim je zaměřen na cílování určité veličiny přijaté interně v rámci centrální banky, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení. Pro úspěšné fungování tohoto režimu je nutná vysoká důvěryhodnost centrální banky, která umožní dosažení požadovaných změn inflace a jejich očekávání, a to i bez explicitně vyhlášených cílů.

Cílování inflace

Základním znakem tohoto měnového režimu je s předstihem veřejně vyhlášený inflační cíl (nebo posloupnost cílů) ze strany centrální banky. O dosažení inflačního cíle bude centrální banka usilovat. Jedná se o aktivní a přímé formování inflačních očekávání.

Tento režim vyžaduje poměrně značné množství informací. Vedle informací o měnovém kurzu či peněžních agregátech jsou sledovány nominální a reálné úrokové míry, ceny výrobců, hospodaření veřejných rozpočtů, proměnné z trhu práce a jiné.

Vychází se zde z předpokladu, že lze předpovědět budoucí vývoj výše uvedených makroekonomických veličin.

Režim cílování inflace umožňuje autonomní řízení měnové politiky. Další výhodou je i transparentnost měnové politiky, která zvyšuje její srozumitelnost pro veřejnost, což se pozitivně promítá do růstu kredibility centrální banky. Výhodou je také i střednědobý charakter. To lépe odpovídá velkým zpožděním dopadů realizovaných opatření na vývoj inflace.

Nelze však opominout i nevýhody cílování inflace. Jednou z nich je skutečnost, že centrální banka nemůže ovlivnit všechny položky, které jsou zahrnovány do CPI (indexu spotřebitelských cen). A právě CPI primárně utváří inflační očekávání. Je vhodné uvést také možnost odchýlného vývoje inflace ve srovnání s její předpovědí, což následně vede ke zvýšeným nárokům na komunikaci centrální banky s veřejností. [7, s. 2 - 6]

Cílování inflace poprvé použila Rezervní banka Nového Zélandu v roce 1989. Zavedení tohoto měnového režimu v ČR bylo odůvodněno převážně těmito argumenty:

- centrální banka nemůže vzhledem k počtu svých účinných nástrojů (operací na volném trhu) sledovat více než jeden cíl (cenovou stabilitu);
- cílování inflace je transparentní systém, který může efektivně ovlivňovat inflační očekávání a stabilizovat úrokové sazby;
- monetaristický transmisní mechanismus byl spojen s řadou problémů
- vyšší inflace je zdrojem nerovnováhy v oblasti platební bilance;
- nutnost splnění maastrichtského kritéria pro případný vstup ČR do Evropské měnové unie. [8, s. 216 - 217]

Při zavedení tohoto měnového režimu schválila dne 8. 3. 1999 bankovní rada ČNB dlouhodobou měnovou strategii. V rámci tohoto dokumentu byl formulován dlouhodobý inflační cíl jako index meziroční čisté inflace $2\% \pm 1$ procentní bod (p.b.). Tohoto cíle mělo být dosaženo v roce 2005.

Index čisté inflace je odvozen z celkového CPI, do kterého však nejsou zahrnuty regulované ceny a ceny ovlivněné administrativními opatřeními. Je také očištěn o vliv změn nepřímých daní.

Stanovení inflačních cílů pro dílčí časová období, a jejich následná realizace, nesmí zakládat akceleraci inflace a zároveň nesmí směřovat pod úroveň cenové stability.

Pro konec roku 2001 byl stanoven cíl pro meziroční čistou inflaci na úrovni 3 % \pm 1 p.b. [9, s. 6]

Tabulka 1: Inflační cíle ČNB

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

Zdroj: ČNB [10]

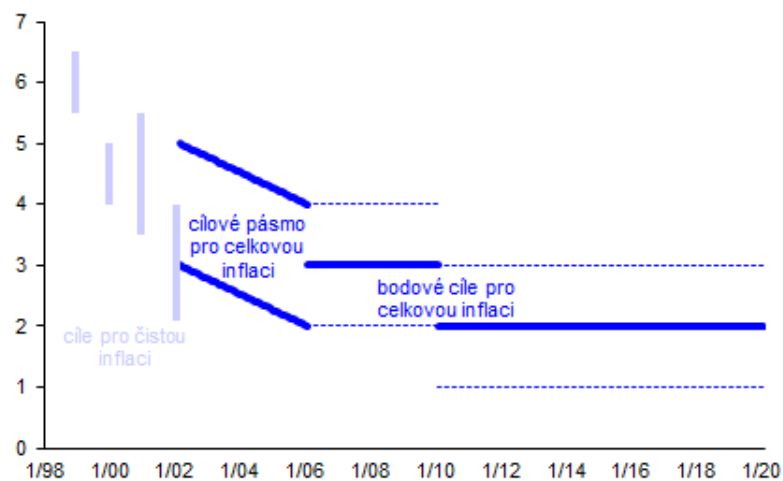
Pro období leden 2002 až prosinec 2005 vyhlásila ČNB inflační cíl v podobě průběžného pásma. Pásmo mělo rovnoměrně klesat z úrovně 3 – 5 % v lednu 2002 na úroveň 2 – 4 % v prosinci 2005. Zde se však již nejednalo o čistou inflaci, ale o inflaci celkovou.

S platností od 1. 1. 2006 vyhlásila ČNB nový inflační cíl v podobě meziročního přírůstku CPI ve výši 3 %. Skutečná hodnota inflace se od cíle neměla lišit o více než 1 p.b. na obě strany. Tento inflační cíl měl platit až do přistoupení České republiky do eurozóny.

Koncem roku 2006 byl však termín přijetí eura posunut až za rok 2010. Objevily se tak otázky, zda bude nastavení inflačního cíle odpovídat očekávanému vývoji české ekonomiky i po roce 2010. Do konce roku 2010 měla být deregulována většina cen či harmonizovány nepřímé daně. Důležité je také zmínit, že česká ekonomika dosahovala vysokých temp růstu i při poměrně nízké míře inflace a mírném posilování nominálního kurzu koruny. ČNB tak přistoupila k vyhlášení nového inflačního cíle v podobě meziročního přírůstku CPI ve výši 2 %. Skutečná hodnota inflace se opět neměla lišit o více než 1 p.b. na obě strany. Nový inflační cíl je platný od 1. 1. 2010. [10]

Graf 1 znázorňuje vývoj vyhlášených inflačních cílů ze strany ČNB v období od roku 1998 do současnosti.

Graf 1: Inflační cíle ČNB



Zdroj: ČNB [10]

4 Praktická část

Praktická část diplomové práce je zaměřena na aplikaci vybraných nástrojů měnové politiky (kurzových intervencí a změn základních úrokových sazeb) ze strany České národní banky a následné zhodnocení jejich vlivu na růst HDP a inflaci.

4.1 Kurzové (devizové) intervence ze strany ČNB v letech 2013 - 2017

Česká republika procházela v letech 2012 a 2013 vleklou ekonomickou recesí, která byla způsobena slabou zahraniční a domácí poptávkou. V domácí poptávce se projevovaly dopady rozpočtové konsolidace a nízká důvěra podniků a domácností. Také se zhoršovala situace na trhu práce. Hrozilo, že inflace po odeznění vlivu změn daní poklesne počátkem roku 2014 do záporných hodnot a že dojde ke vzniku deflačních očekávání, která by zapříčinila zpomalení počínajícího ekonomického růstu či dokonce obnovení hospodářského poklesu. V této době byly měnověpolitické úrokové sazby drženy na technicky nulové úrovni a prostor pro využívání standardních nástrojů měnové politiky byl vyčerpán.

V této situaci ČNB přistoupila v listopadu 2013, v souladu se svou předchozí komunikací, k používání kurzu koruny jako dalšího nástroje uvolňování měnové politiky.

Vyhlášený jednostranný kurzový závazek znamenal, že ČNB byla připravena intervencemi na devizovém trhu bránit přílišnému posílení kurzu koruny pod úroveň 27 CZK/EUR. Na slabší straně uvedené hladiny nechávala kurz volně pohybovat. **[11, s. 16]**

4.1.1 Situace v roce 2014

Koruna po vyhlášení kurzového závazku s přispěním intervencí ČNB na devizovém trhu rychle oslabila nad stanovenou hladinu kurzového závazku. Brzy poté se stabilizovala kolem 27,50 CZK/EUR. To svědčí o tom, že si kurzový závazek rychle vybuďoval silnou důvěryhodnost. Během celého roku 2014 se s menšími odchylkami pohyboval kurz na této hladině bez potřeby intervencí ČNB.

Oslabení kurzu se pozitivně promítlo do vývoje české ekonomiky, která v roce 2014 vzrostla o dvě procenta. Na tomto růstu se kromě uvolněné měnové politiky podílelo i odeznění restriktivního působení domácí fiskální politiky a v menší míře též oživení zahraniční poptávky.

Oslabení kurzu koruny mělo za následek podpoření nejen růst vývozu, ale současně také i domácích investic a spotřeby, kdy firmy a domácnosti přestaly odkládat své výdaje. Oživení ekonomiky se příznivě projevilo i na trhu práce v podobě růstu zaměstnanosti, ve snižování počtu lidí bez zaměstnání a v neposlední řadě také v obnovení růstu mezd v podnikatelské sféře.

Celková inflace na začátku roku 2014 prudce poklesla a nacházela se hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Hlavními důvody bylo odeznění změn DPH z předchozího roku a pokles regulovaných cen. Na druhé straně došlo k posunu „jádrové“ inflace (korigované inflace bez pohonných hmot) do kladných hodnot. Podílelo se na tom převážně rychlé odeznění protiinflačního působení domácí ekonomiky, obnovení růstu mezd a zvýšení dovozních cen. Všechny zmíněné vlivy odrážely působení oslabeného kurzu koruny. Celková inflace se tak v průběhu roku 2014 dočasně mírně zvýšila.

Skutečný a očekávaný vývoj inflace vedl v roce 2014 k potřebě dalšího uvolňování měnové politiky. Toho bylo možné v režimu používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky dosáhnout dvěma způsoby: a) prodlužováním platnosti kurzového závazku nebo b) posunem jeho hladiny. ČNB tak v průběhu roku 2014 přistoupila k první z těchto možností. Bankovní rada v několika krocích prodloužila platnost kurzového závazku ČNB, kdy konstatovala, že ČNB neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve, než ve druhém pololetí roku 2016. [11, s. 16 - 18]

4.1.2 Situace v roce 2015

Měnová politika v roce 2015 nacházela v prostředí rychle rostoucí domácí ekonomiky a pokračujícího zlepšování situace na trhu práce. Celková inflace však zůstávala vlivem deflačního zahraničního vývoje a poklesu cen komodit na světových trzích hluboko pod stanoveným cílem ČNB, přesněji pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Jádrová inflace (odrážející zejména domácí inflační tlaky) se naopak v důsledku rostoucí ekonomiky a zrychlujícího růstu mezd v průběhu roku zvýšila nad 1 %.

V souladu s pokračujícím používáním kurzu jako nástroje měnové politiky zůstaly měnověpolitické úrokové sazby na technicky nulové úrovni a kurz koruny se nacházel nad hladinou kurzového závazku 27 CZK/EUR.

V první polovině roku se kurz pohyboval na znatelně slabších hodnotách, v létě však posílil až k hladině kurzového závazku, a to převážně kvůli nečekanému opuštění kurzového závazku centrální bankou Švýcarska, kvantitativním uvolňováním ze strany Evropské centrální banky a pokračujícímu příznivému vývoji domácí ekonomiky. ČNB proto začala pro jeho udržení automaticky intervenovat nákupy eur na devizovém trhu. Ve druhé polovině roku proto automaticky intervenovala na udržení kurzového závazku nákupy eur na devizovém trhu v celkovém objemu 8,998 mld. EUR.

Bankovní rada na svém zasedání v únoru 2015 rozhodla, že k ukončení kurzového závazku nedojde dříve než v druhé polovině roku 2016.

Růst české ekonomiky na počátku roku 2015 prudce zrychlil a za celý rok se ekonomická aktivita zvýšila o více než 4 %. K meziročnímu růstu HDP přispěly všechny složky domácí poptávky, zejména hrubá tvorba kapitálu a spotřeba domácností. Příspěvek čistého vývozu byl lehce záporný.

Ekonomický růst byl nadále ovlivňován uvolněnými měnovými podmínkami prostřednictvím oslabeného kurzu koruny a mimořádně nízkých úrokových sazeb. K růstu významně přispěly také vládní investice, zejména v souvislosti s dočerpáváním prostředků z fondů EU z předchozího programového období. Pozitivní vliv měly také klesající ceny ropy a zvyšující se zahraniční poptávka. Značný růst ekonomiky se příznivě projevoval také na trhu práce v podobě zvyšování zaměstnanosti, snižování nezaměstnanosti a ve zrychlování růstu mezd.

Celková inflace se po celý rok 2015 nadále nacházela hluboko pod cílem ČNB, přesněji pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Za celý rok 2015 činila průměrná míra inflace 0,3 % a byla nejnižší od roku 2003. Takto mimořádně nízká inflace byla způsobena převážně výrazným a prohlubujícím se meziročním pokles cen pohonných hmot, který odrazil propad světových cen ropy. Jádrová inflace se naproti tomu mírně zvýšila a ke konci roku dosáhla téměř 1,5 %. Vývoj jádrové inflace odrazil zejména rostoucí inflační tlaky z domácí ekonomiky v podobě značného hospodářského růstu, zlepšující se situace na trhu práce a zvyšujícího se růstu mezd.

Skutečný a očekávaný vývoj inflace během roku 2015 naznačoval, že je nutné i nadále udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky. Bylo zřejmé, že k udržitelnému plnění 2 % cíle ČNB, nutného pro návrat do standardního režimu měnové politiky, dojde až od počátku roku 2017.

Bankovní rada na svém zasedání v únoru 2015 rozhodla, že k ukončení kurzového závazku nedojde dříve než ve druhém pololetí roku 2016. Toto stanovisko potvrdila i na všech následujících zasedáních v roce 2015. V listopadu oznámila posun pravděpodobného termínu ukončení kurzového závazku až do období okolo konce roku 2016. [12, s. 16 - 18]

4.1.3 Situace v roce 2016

Měnová politika v roce 2016 nacházela v prostředí pokračujícího růstu domácí ekonomiky a postupného vyčerpávání rezerv na trhu práce. Domácí inflační tlaky ztlačily. I přes to se však inflace nacházela po většinu roku hluboko pod inflačním cílem, přesněji pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Podstatný vliv na tom měl velmi pomalu odeznívající deflační zahraniční vývoj. V závěru roku ale došlo k rychlému zvýšení inflace, která dosáhla 2 % cíle ČNB.

V souladu s pokračujícím používáním kurzu jako nástroje měnové politiky byly ponechány měnověpolitické úrokové sazby na technicky nulové úrovni.

Kurz koruny se nacházel těsně nad hladinou kurzového závazku 27 CZK/EUR. ČNB nadále udržovala svůj kurzový závazek automatickými nákupy eur na devizovém trhu, a to v celkovém objemu 16,851 mld. EUR.

Bankovní rada v průběhu roku 2016 prodloužila platnost kurzového závazku minimálně do konce prvního čtvrtletí roku 2017.

K růstu české ekonomiky v roce 2016 ve výši necelých dvou a půl procent přispěla zejména spotřeba domácností a čistý vývoz. Ve srovnání s předchozím rokem bylo tempo růstu zhruba poloviční, a to především v důsledku dočasného poklesu vládních a podnikových investic, které byly spolufinancovány z fondů Evropské unie.

Růst ekonomiky byl i nadále podporován uvolněnými měnovými podmínkami prostřednictvím oslabeného kurzu koruny, mimořádně nízkými úrokovými sazbami, relativně nízkými cenami ropy a rostoucí zahraniční poptávkou.

Na trhu práce mzdy urychlily svůj růst, pokračovalo rychlé zvyšování zaměstnanosti a dlouhotrvající pokles míry nezaměstnanosti v ČR vyústil v dosažení nejnižší hodnoty tohoto ukazatele ze všech zemí EU.

Inflace se po většinu roku nacházela na velmi nízkých hodnotách, což bylo zapříčiněno převážně nízkými cenami energetických surovin i potravin. Tyto vlivy z velké části kompenzovaly jádrovou inflaci, která přesáhla 1 %. Jádrová inflace odrážela domácí inflační tlaky v podobě pokračujícího solidního růstu ekonomiky a zvyšující se dynamiky mezd. V závěru roku odezněl pokles cen pohonných hmot a došlo k oživení růstu cen potravin. V prosinci se navíc projevil cenový dopad související se zavedením elektronické evidence tržeb v odvětví stravování a ubytování. Inflace se proto v závěru roku zvýšila a dosáhla 2 % cíle ČNB.

Skutečný a očekávaný vývoj inflace v průběhu roku naznačoval, že je nutné i nadále udržovat měnové podmínky uvolněné ve stávajícím rozsahu.

Dle výhledu ČNB mělo dojít k udržitelnému plnění 2% cíle ČNB, které je podmínkou pro návrat do standardního režimu měnové politiky, až v průběhu roku 2017.

Bankovní rada na svém zasedání v únoru 2016 uvedla, že k ukončení kurzového závazku nedojde dříve než v roce 2017, a to pravděpodobně v polovině roku. Na svém zářijovém zasedání bankovní rada dále prodloužila platnost kurzového závazku a sdělila, že ho ČNB neukončí dříve než ve druhém čtvrtletí roku 2017. [13, s. 16 - 18]

4.1.4 Situace v roce 2017

V prvním čtvrtletí roku 2017 se nastavení měnové politiky nezměnilo. Koruna se až do začátku dubna nacházela většinou těsně nad hranicí 27 CZK/EUR. Na svém mimořádném měnovém zasedání dne 6. dubna 2017 bankovní rada ukončila kurzový závazek ČNB. Toto rozhodnutí bylo prvním krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu. Ukončení používání devizového kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek má za následek to, že kurz koruny se bude pohybovat v budoucnu dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. V důsledku toho

může kurz koruny krátkodobě kolísat jedním či druhým směrem. V případě potřeby byla ČNB připravena případné nadměrné kurzové výkyvy svými měnovými nástroji zmírňovat.

Po ukončení kurzového závazku ČNB koruna jen mírně posílila s tím, že se následně začala postupně vracet k původní úrovni. Ke konci dubna se tak kurz koruny pohyboval již opět poblíž 27 CZK/EUR. Ve zbývající části roku 2017 pak koruna vůči euru a dolaru posilovala. [14, s. 49 - 51]

Inflace se v roce 2017 nacházela nad cílem i prognózou ČNB (ze Zprávy o inflaci III/2016). Prognóza byla založena na předpokladu používání měnového kurzu jako nástroje uvolnění měnové politiky s kurzovým závazkem ČNB na úrovni 27 CZK/EUR do poloviny roku 2017. Tato odchylka skutečnosti od predikce byla způsobena především z důvodu vyšší jádrové inflace a cen potravin. V opačném směru působil utlumenější vývoj regulovaných cen a cen pohonných hmot. [15, s. 29 - 30]

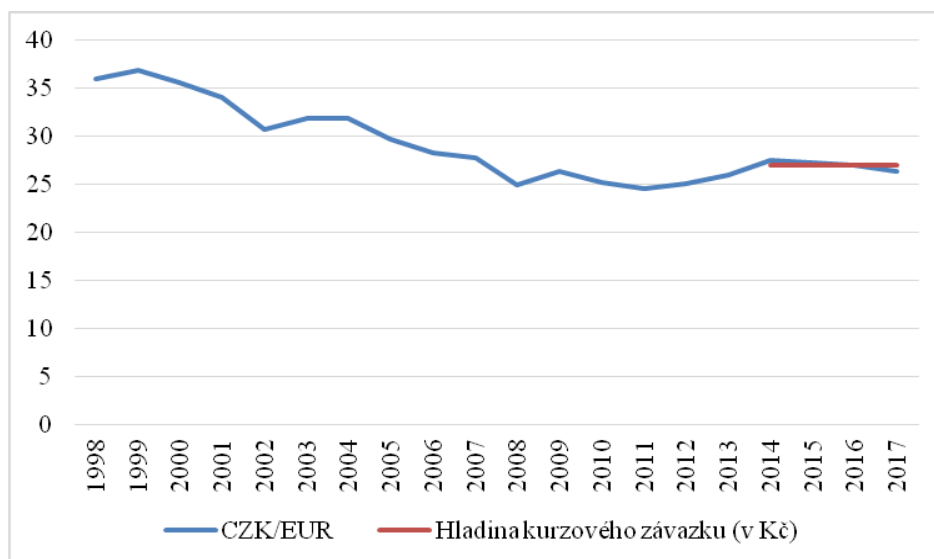
Česká ekonomika se pohybovala nad úrovní svého potenciálu. Meziroční růst HDP dosáhl ve třetím čtvrtletí roku 2017 výše 5 %. Růst ekonomické aktivity byl podporován silnou spotřebou domácností a stejně jako v předchozím čtvrtletí dosahoval vysoké hodnoty také příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu, v rámci kterého proti sobě působilo zrychlování tempa soukromých investic a naopak zpomalování dynamiky investic vlády. Rychlý růst soukromých investic přitom spolu s nižším růstem vývozu vedly k nižšímu příspěvku čistého vývozu. Opačným směrem pak v rámci struktury HDP působil přechod záporného příspěvku změny stavu zásob do mírně kladných hodnot. [15, s. 34 - 35]

4.1.5 Grafické znázornění vývoje kurzu (CZK/EUR), míry inflace a HDP_{s. c.}⁵

Uvedené grafy znázorňují vývoj kurzu (CZK/EUR), míry inflace a HDP_{s. c.} v období od roku 1998 do roku 2017, tedy i výše popsané skutečnosti, které se odehrály v letech 2013 – 2017, kdy ČNB přistoupila k devizovým intervencím a snažila se udržovat hladinu kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR.

⁵ HDP ve stálých cenách

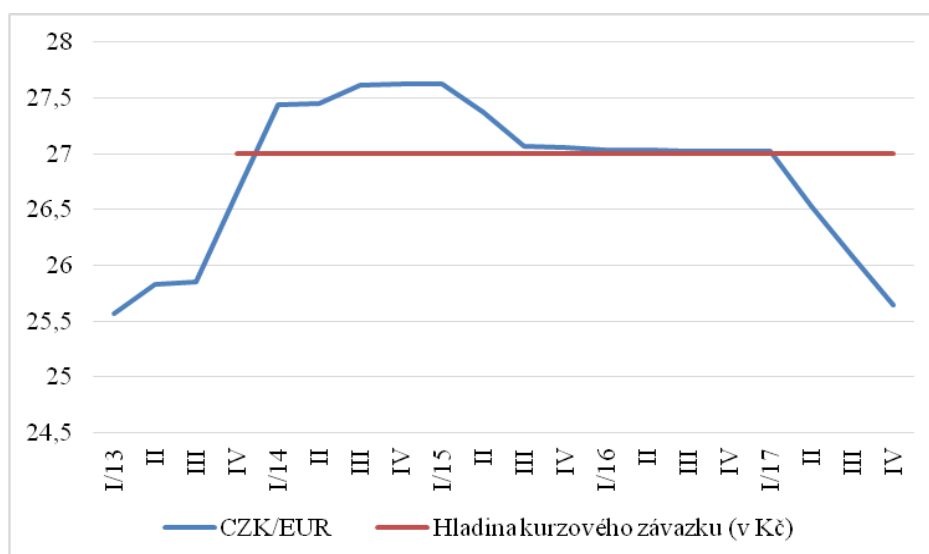
Graf 2: Vývoj kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 - 2017



Zdroj: ČSÚ [16], vlastní zpracování

Graf 3 znázorňuje čtvrtletní vývoj kurzu (CZK/EUR) v období kurzových intervencí (2013 – 2017), kdy se ČNB snažila udržovat hladinu kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR.

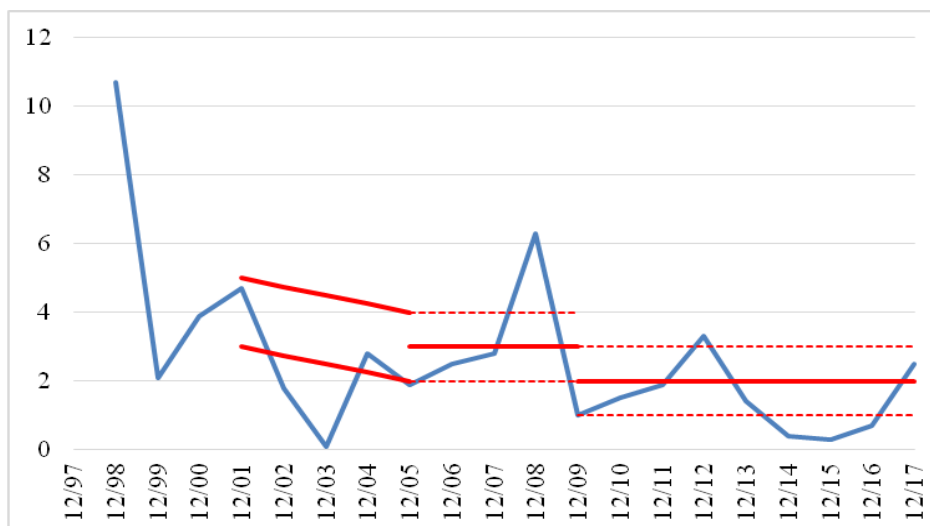
Graf 3: Vývoj kurzu (CZK/EUR) v letech 2013 - 2017



Zdroj: ČNB [17], vlastní zpracování

Graf 4 zachycuje vývoj míry inflace v období 1998 – 2017. V grafu je červeně vyznačené cílové pásmo a jednotlivé cíle pro celkovou inflaci.

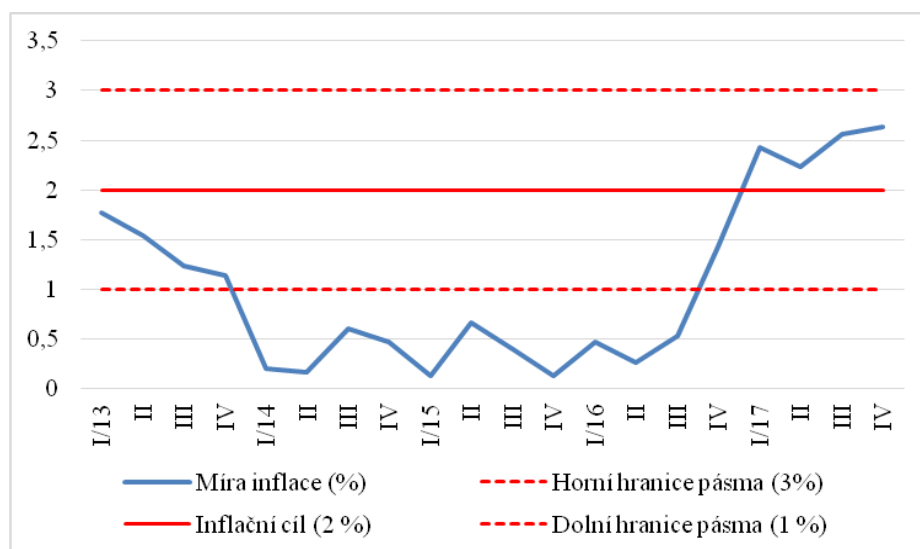
Graf 4: Vývoj inflace (v %) v období 1998 - 2017



Zdroj: ČSÚ [16], vlastní zpracování

Graf 5 podrobněji znázorňuje čtvrtletní vývoj inflace, včetně plnění inflačního cíle, v letech 2013 – 2017.

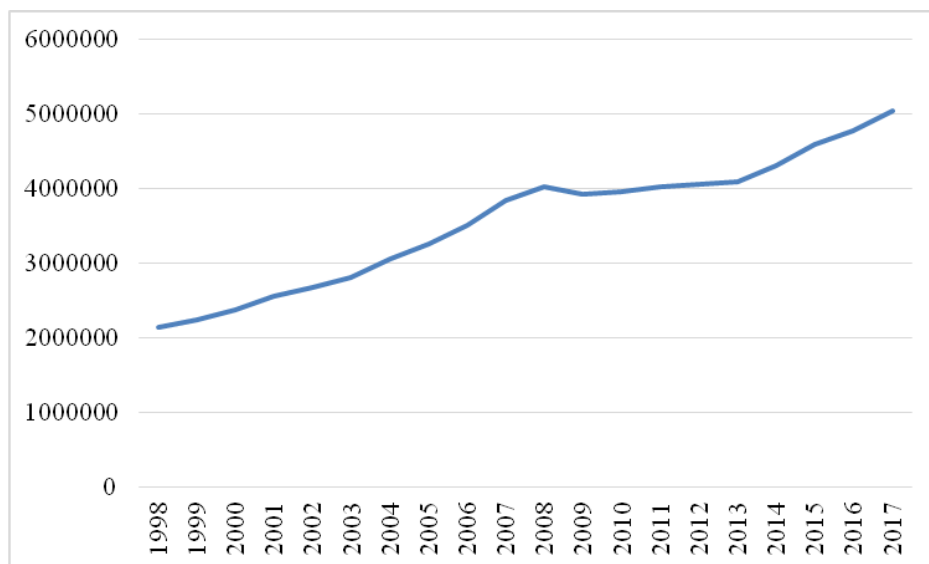
Graf 5: Vývoj inflace (v %) v období 2013 – 2017



Zdroj: ČNB [17], vlastní zpracování

Graf 6 zobrazuje vývoj HDP_{s.c.} (stanoveného výdajovou metodou) v letech 1998 – 2017.

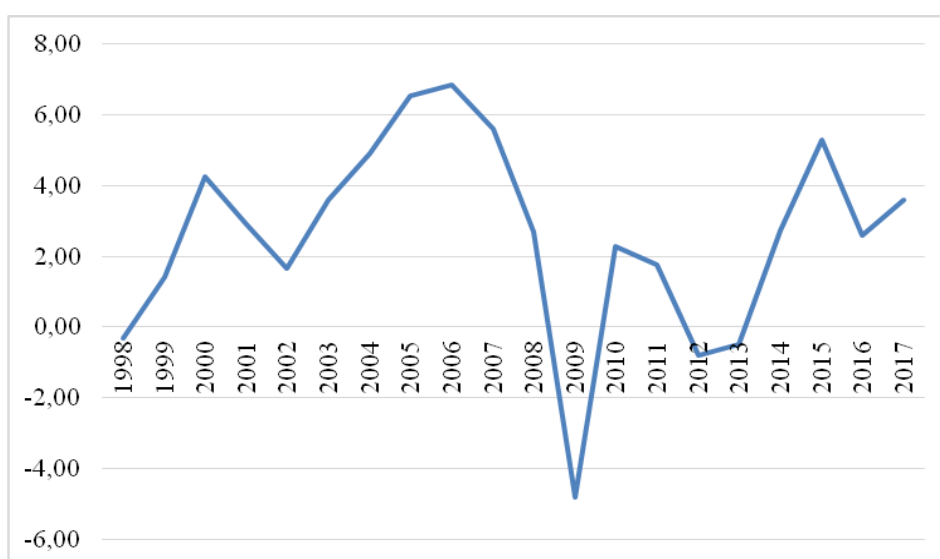
Graf 6: Vývoj HDP_{s.c.} (v mil. Kč) v letech 1998 - 2017



Zdroj: ČSÚ [18], vlastní zpracování

Graf 7 znázorňuje meziroční změny HDP_{s.c.} v období 1998 – 2017.

Graf 7: Vývoj HDP (meziroční změny v %)



Zdroj: ČSÚ [16], vlastní zpracování

4.2 Operace na finančním trhu, diskontní nástroje ČNB

Jak již bylo uvedeno dříve, ČNB provádí měnovou politiku prostřednictvím systému nástrojů měnové politiky. Mezi hlavní nástroje ČNB patří zejména úrokové operace (repo operace a automatické facility), devizové intervence a povinné minimální rezervy, které pro komerční banky odpovídají sazbě ve výši 2 % z jejich primárních vkladů, a to dlouhodobě již od 7. října 1999.

Úrokové operace hrají klíčovou roli při řízení hladiny krátkodobých úrokových sazeb na mezibankovním peněžním trhu. Bankovní rada ČNB rozhoduje o stanovení hodnoty tří základních úrokových sazeb: limitní dvoutýdenní repo sazby, diskontní a lombardní sazby. Hlavní měnověpolitickou úrokovou sazbou je limitní dvoutýdenní repo sazba. Diskontní a lombardní sazba tvoří dolní a horní hranici pro pohyb krátkodobých sazeb peněžního trhu.

Prostřednictvím operací provedených na peněžním trhu ovlivňuje ČNB stav likvidity bankovního sektoru tak, aby odpovídal optimální výši pro plnění povinných minimálních rezerv. Tímto je zajištěna stabilita krátkodobých úrokových sazeb na požadované úrovni. Hlavním nástrojem pro řízení krátkodobých úrokových sazeb jsou repo operace, které jsou vyhlášovány pravidelně třikrát týdně se 14denní splatností. Repo operace slouží ke stahování volné likvidity z bankovního sektoru. Za staženou likviditu platí ČNB úrok maximálně ve výši limitní dvoutýdenní repo sazby. [11, s. 33]

4.2.1 Situace a změny v letech 1998 - 2012

Od roku 1998 do počátku roku 2012 se základní úrokové sazby ČNB postupně snižovaly, z počátku pro oživení ekonomického růstu, později také pro zvýšení míry inflace. V roce 1998 činila dvoutýdenní repo sazba 9,5 %, diskontní sazba 7,5 % a lombardní sazba 12,5 %. Na počátku roku 2012 již byla dvoutýdenní repo sazba ve výši 0,75 %, diskontní sazba ve výši 0,25 % a lombardní sazba ve výši 1,75 %.

Měnověpolitická inflace (tj. celková inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní) se v průběhu roku 2012 postupně snižovala a na konci roku se nacházela poblíž dolní hranice tolerančního pásma cíle ČNB. Tento stav byl způsoben převážně protiinflačním působením domácí ekonomiky.

Celková inflace se po většinu roku 2012 nacházela nad horní hranicí tolerančního pásma cíle. Míra inflace za celý rok 2012 dosáhla 3,3 %.

Z důvodu výrazného zpomalení zahraniční poptávky a nízké domácí poptávky ekonomická aktivita v ČR poklesla, a to o 1,2 %. Mírně narostla nezaměstnanost a reálné mzdy poklesly. Kurz koruny byl navzdory pokračující dluhové krizi v eurozóně a utlumování domácí ekonomické aktivity relativně stabilní.

Prognózy ČNB sestavené v prvním pololetí naznačovaly jen mírný pokles tržních úrokových sazeb do konce roku 2012, prognózy ze druhé poloviny roku však ukázaly nutnost výraznějšího snížení úrokových sazeb v roce 2013.

Základní úroková sazba ČNB byla proto v roce 2012 ve třech krocích snížena až k technicky nulové úrovni 0,05 %. Bankovní rada ČNB v listopadu prohlásila, že sazby budou drženy na této nulové úrovni v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. [19, s. 18 - 20]

Změny základních úrokových sazeb v roce 2012 znázorňuje níže uvedená tabulka

Tabulka 2: Změny úrokových sazeb ČNB v roce 2012

Stav k	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)
29. 6. 2012	0,5	0,25	1,5
1. 10. 2012	0,25	0,1	0,75
2. 11. 2012	0,05	0,05	0,25

Zdroj: ČNB [20], vlastní zpracování

Dalšími měnověpolitickými nástroji, které využívá ČNB, jsou dvě automatické facility – zápůjční a depozitní. Prostřednictvím zápůjční facility ČNB půjčuje bankám finanční prostředky na jeden den formou repo operace za lombardní sazbu. Depozitní facility naopak umožňuje bankám uložit si u ČNB prostředky na jeden den za diskontní sazbu formou depozita.

Jak bylo uvedeno výše, koncem roku 2012 byla dvoutýdenní repo sazba snížena na historicky nejnižší hodnotu 0,05 % a na stejnou hodnotu byla snížena také diskontní sazba. Z tohoto důvodu došlo k výraznému nárůstu využívání depozitní facility a její objem vzrostl na úkor objemu likvidity sterilizované prostřednictvím repo operací. Objem

volné likvidity stahované prostřednictvím obou typů měnových operací se v roce 2012 pohyboval v rozmezí 288 až 375 mld. Kč, při průměrné výši 345 mld. Kč. [19, s. 34]

4.2.2 Situace v letech 2013 až 2018

V průběhu let 2013 a 2016 nedošlo k žádným změnám úrokových sazeb, které tak zůstaly na technické nule. Diskontní sazba a dvoutýdenní repo sazba zůstaly na úrovni 0,05 % a lombardní sazba na úrovni 0,25 %.

ČNB v letech 2015 - 2016 nadále využívala devizový kurz jako další nástroj k uvolnění měnové politiky se závazkem intervenovat v případě potřeby na oslabení kurzu koruny tak, aby se kurz koruny vůči euru udržoval poblíž hladiny 27 korun za jedno euro.

Objem uskutečněných devizových intervencí v roce 2015 dosáhl objemu 8,998 mld. EUR. Tato aktivita se uskutečnila především ve druhém pololetí a významným způsobem ovlivnila nárůst objemu volné korunové likvidity.

V průběhu let 2015 a 2016 docházelo k významnému využívání depozitní facility z důvodu shodné diskontní a repo sazby. Využívání zápůjční facility bylo výjimečné.

V roce 2015 činil celkový průměrný objem stahované volné likvidity 757 mld. Kč, z toho bylo průměrně 62 % stahováno prostřednictvím depozitní facility a 38 % prostřednictvím repo operací. [12, s. 34]

Objem uskutečněných devizových intervencí dosáhl v roce 2016 objemu 16,851 mld. EUR. Tato aktivita byla významná od září z důvodu očekávání blízkého se ukončení kurzového závazku. Devizové intervence byly hlavním faktorem ovlivňujícím nárůst objemu volné korunové likvidity.

Celkový průměrný objem stahované volné likvidity v roce 2016 činil 1 138 mld. Kč, z toho bylo průměrně 60 % stahováno prostřednictvím depozitní facility a 40 % prostřednictvím repo operací. [13, s. 36]

V srpnu a listopadu 2017 ČNB zvýšila měnověpolitické úrokové sazby. Jednalo se tak o první změny úrokových sazeb od listopadu 2012, kdy došlo ke snížení dvoutýdenní repo sazby na tzv. technickou nulu. Toto rozhodnutí ČNB současně znamenalo první zvýšení domácích úrokových sazeb od února 2008 a spolu s úpravou sazeb v listopadu (po ukončení kurzového závazku ČNB počátkem dubna 2017) bylo

dalším krokem k postupnému návratu celkových měnových podmínek k normálu. [21, s. 40]

V únoru 2018 přistoupila ČNB k dalšímu zvýšení měnověpolitických sazeb. Na růst dvoutýdenní repo sazby reagovaly úrokové sazby na finančním trhu a pozvolna také klientské úrokové sazby. Kurz koruny v souhrnu mírně posílil. [15, s. 41]

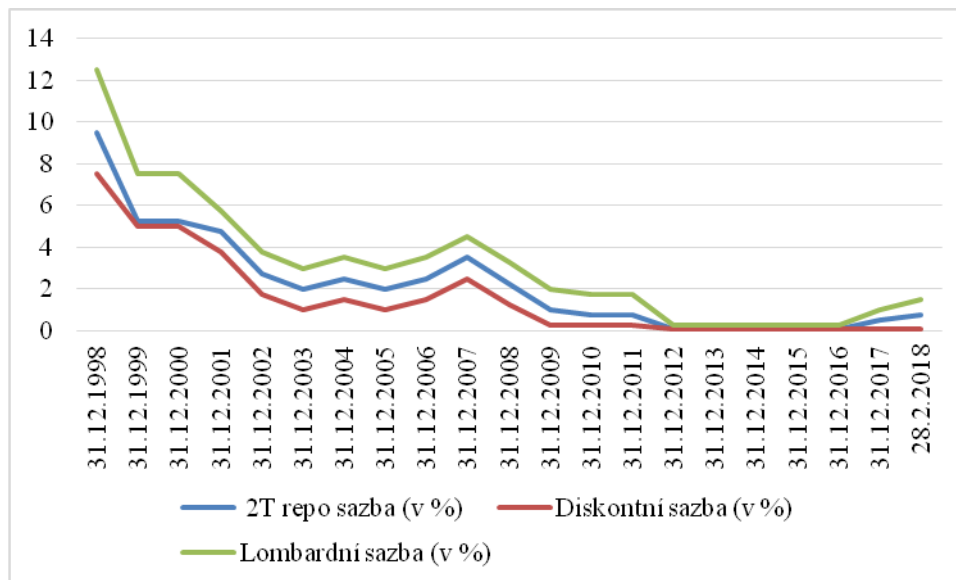
Změny základních úrokových sazeb ČNB v letech 2017 a 2018 a jejich celkový vývoj v letech 1998 – 2018 (do února) znázorňuje níže uvedená tabulka a graf.

Tabulka 3: Změny úrokových sazeb ČNB v roce 2017 a 2018

Stav k	2T repo sazba (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)
4. 8. 2017	0,25	0,05	0,5
3. 11. 2017	0,5	0,05	1
2. 2. 2018	0,75	0,05	1,5

Zdroj: ČNB [20], vlastní zpracování

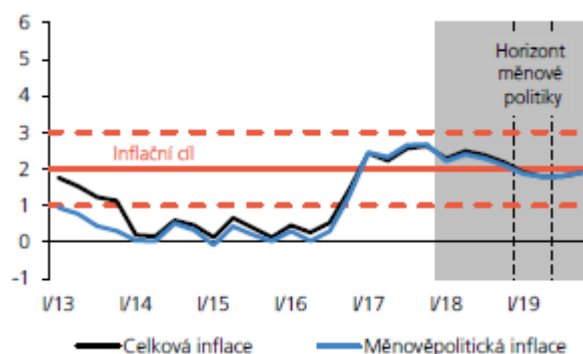
Graf 8: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB v letech 1998 - 2018 (v %)



Zdroj: ČNB [20], vlastní zpracování

Inflace setrvá v roce 2018 nad 2 % cílem, na začátku roku 2019 se k němu vrátí. K růstu cen aktuálně nejvíce přispívá především jádrová inflace a ceny potravin. Postupné zpomalování inflace v roce 2018 bude způsobeno především protiinflačním vlivem dovozních cen v důsledku posílení koruny. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, bude téměř totožná s celkovou inflací.

Graf 9: Prognóza inflace (v %) pro roky 2018 – 2019

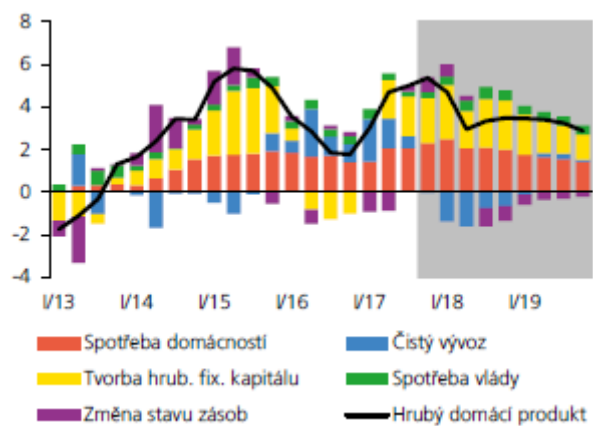


Zdroj: ČNB [15, s. 16]

Úrokové sazby ČNB by měly nadále růst, což by mělo spolu s posílením kurzu zajistit návrat inflace k svému 2 % cíli. V roce 2018 bude přitom zvyšování sazeb zpomalováno pokračováním velmi uvolněné měnové politiky Evropské centrální banky, která bude přispívat k tlaku na posilování kurzu koruny.

Růst HDP se bude v roce 2018 postupně navracet k 3 %. Domácí ekonomická aktivita je způsobena především zrychlujícím se růstem spotřeby domácností a investic. Čistý vývoz bude v roce 2018 naopak růst HDP tlumit, což souvisí s dalším posílením kurzu koruny a výrazným zvyšováním domácí poptávky zrychlujícím dovoz. V roce 2018 HDP v souhrnu vzroste o 3,6 %, v roce 2019 by pak měl jeho růst zvolnit na 3,2 %.
[15, s. 16 - 20]

Graf 10: Prognóza vývoje HDP (v %) pro roky 2018 - 2019



Zdroj: ČNB [15, s. 19]

4.3 Párové vztahy

V této kapitole bude prostřednictvím korelační analýzy a jednoduché lineární regrese zkoumán vliv vybraných ekonomických veličin na míru inflace a HDP (či na jeho určité složky).

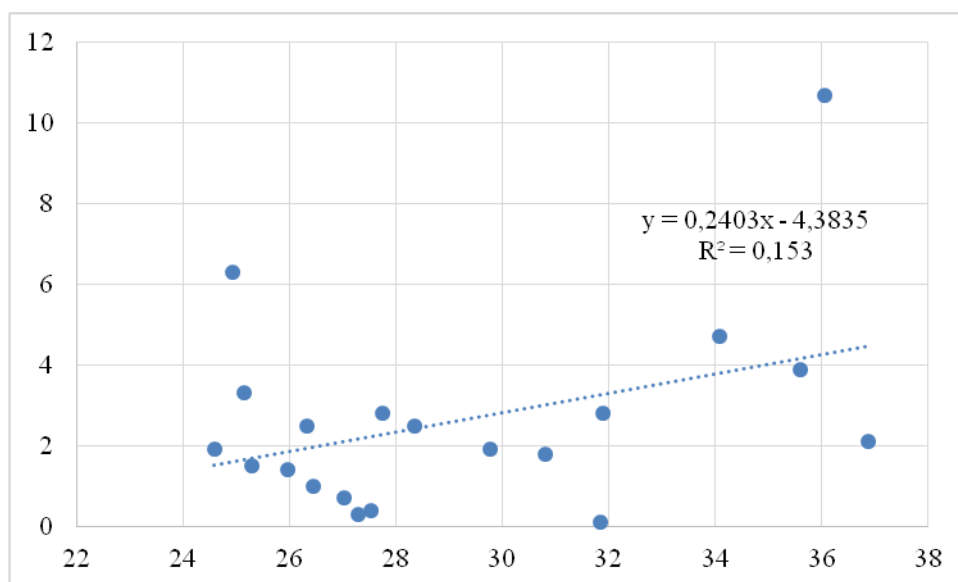
4.3.1 Vztah kurzu (CZK/EUR) a míry inflace

Dle ekonomických předpokladů dochází při znehodnocení kurzu domácí měny v konečném důsledku k růstu míry inflace (za jinak nezměněných podmínek).

Graf 11 znázorňuje vztah míry inflace a měnového kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient, měřící těsnost závislosti pozorovaných veličin, má v tomto případě hodnotu 0,39, což značí střední přímou závislost mezi inflací a měnovým kurzem. Koeficient determinace (R^2) činí 0,153. Udává, že změny inflace jsou z 15,3 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 11: Vztah míry inflace (v %) a kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 - 2017

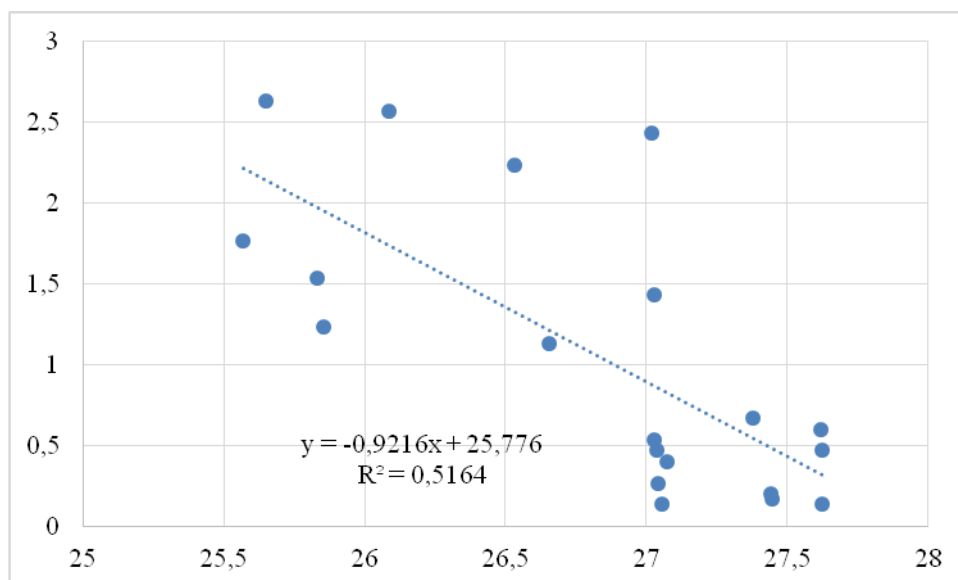


Zdroj: ČSÚ [16], vlastní zpracování

Vztah míry inflace a kurzu (CZK/EUR) v období kurzových intervencí (od listopadu 2013 do dubna 2017) znázorňuje níže uvedený Graf 12.

Korelační koeficient má hodnotu -0,72, tedy udává silnou nepřímou závislost mezi mírou inflace a měnovým kurzem. Dle koeficientu determinace jsou změny inflace z 51,64 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům. Důvodem je to, že inflace nereagovala na změny kurzu dostatečně rychle, ale s časovým odstupem. Tuto skutečnost ilustruje Graf 13.

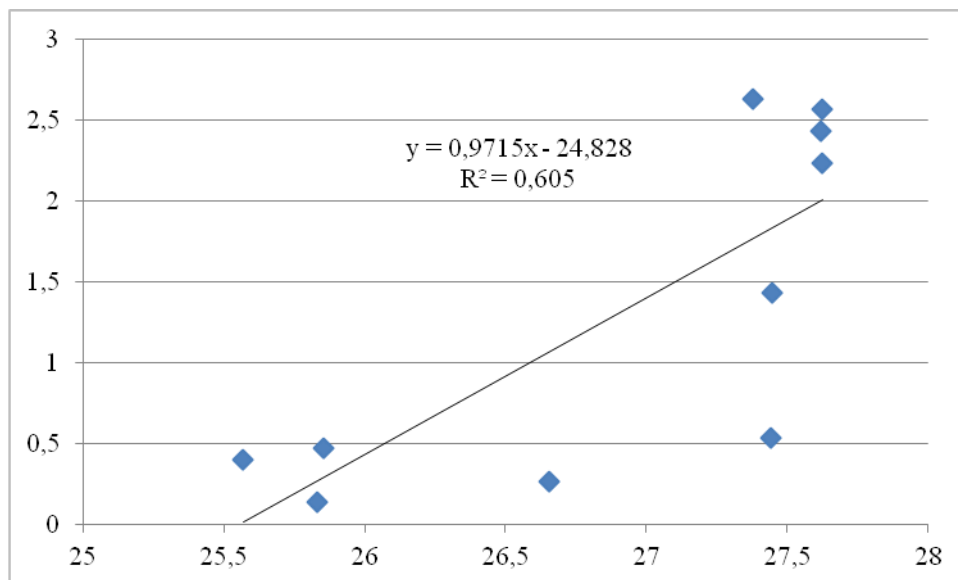
Graf 12: Vztah míry inflace (v %) a kurzu (CZK/EUR) ve čtvrtletích let 2013 - 2017



Zdroj: ČNB [17], vlastní zpracování

Na Grafu 13 je tedy znázorněn vztah míry inflace (v čase t+10 čtvrtletí) a kurzu (CZK/EUR) v období kurzových intervencí (od listopadu 2013 do dubna 2017).

Graf 13: Vztah míry inflace (v %, v čase t+10 čtvrtletí) a kurzu (CZK/EUR) ve čtvrtletích let 2013 - 2017



Zdroj: ČNB [17], vlastní zpracování

Korelační koeficient má hodnotu 0,78, tedy udává silnou přímou závislost mezi mírou inflace a měnovým kurzem. Dle koeficientu determinace jsou změny inflace z 60,5 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj již odpovídá ekonomickým předpokladům.

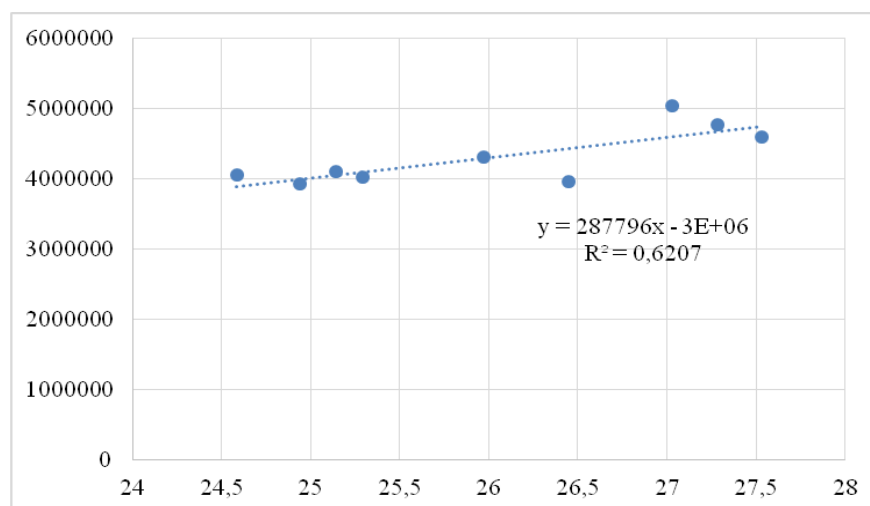
4.3.2 Vztah kurzu (CZK/EUR) a HDP_{s. c.}

Podle ekonomických předpokladů dochází při růstu kurzu domácí měny ve svém důsledku k růstu HDP (za jinak nezměněných podmínek).

Graf 14 znázorňuje vztah HDP_{s. c.} (v čase t+1 rok) a měnového kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 až 2017, tedy v období vrcholení a následného odeznění světové ekonomické krize. HDP_{s. c.} (v čase t+1 rok) bylo zvoleno z důvodu pravděpodobného zpoždění vlivu změny kurzu.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty 0,79, což značí silnou přímou závislost mezi HDP a měnovým kurzem. Koeficient determinace (R^2) činí 0,6207. Udává, že změny $HDP_{s.c.}$ jsou ze 62,07 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 14: Vztah $HDP_{s.c.}$ (v mil. Kč, v čase t+1) a kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 - 2017



Zdroj: ČSÚ [16] [18], vlastní zpracování

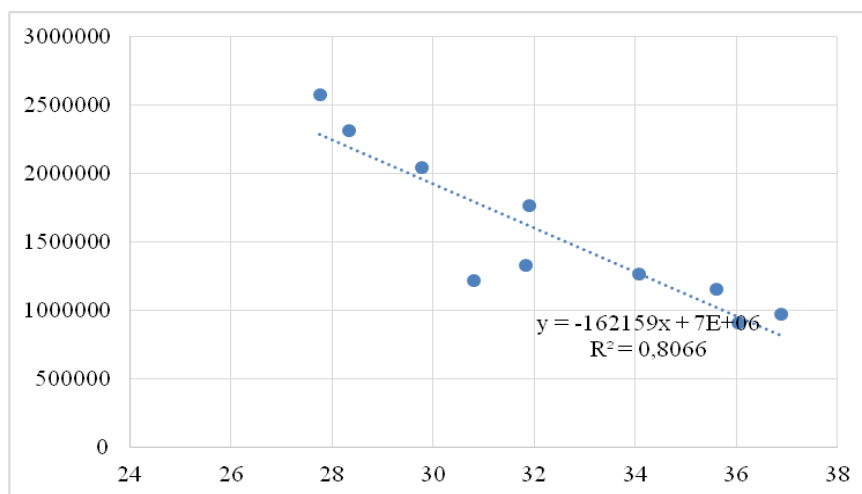
4.3.3 Vztah kurzu (CZK/EUR) a vývozu zboží a služeb

Dle ekonomických předpokladů dochází při růstu domácího kurzu k růstu exportu, za jinak nezměněných podmínek.

Graf 15 znázorňuje vztah vývozu zboží a služeb a měnového kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 až 2007, tedy v situaci před vrcholem světové hospodářské krize.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty -0,90, což značí silnou nepřímou závislost mezi vývozem zboží a služeb a měnovým kurzem. Koeficient determinace (R^2) činí 0,8066 a udává, že změny vývozu zboží a služeb jsou z 80,66 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům. Změny kurzu tedy neměly na vývoz zboží a služeb předpokládaný dopad.

Graf 15: Vztah vývozu zboží a služeb (v mil. Kč) a kurzu (CZK/EUR) v letech 1998 - 2007

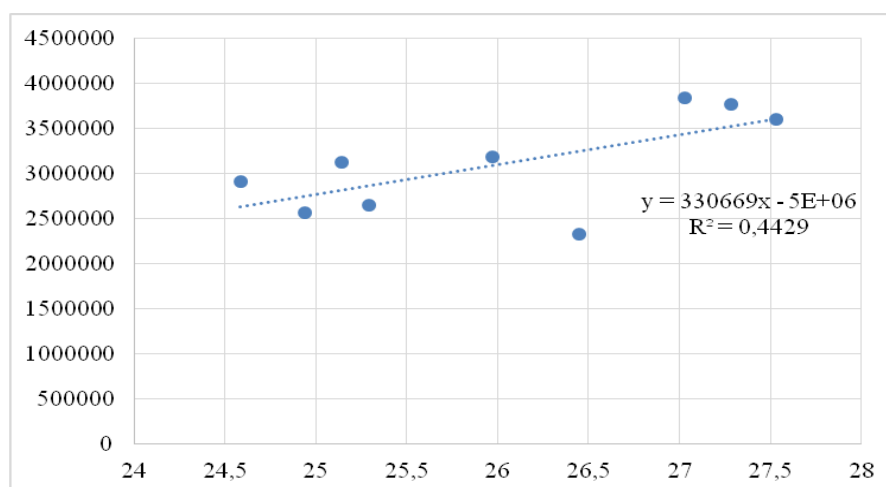


Zdroj: ČSÚ [16] [18], vlastní zpracování

Graf 16 poté znázorňuje vztah vývozu zboží a služeb a měnového kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 až 2017, v období vrcholení a následného odeznění světové ekonomické krize.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty 0,67, což značí střední přímou závislost mezi vývozem zboží a služeb a měnovým kurzem. Koeficient determinace činí 0,4429. Udává, že změny vývozu zboží a služeb jsou ze 44,29 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 16: Vztah vývozu zboží a služeb (v mil. Kč) a kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 - 2017



Zdroj: ČSÚ [16] [18], vlastní zpracování

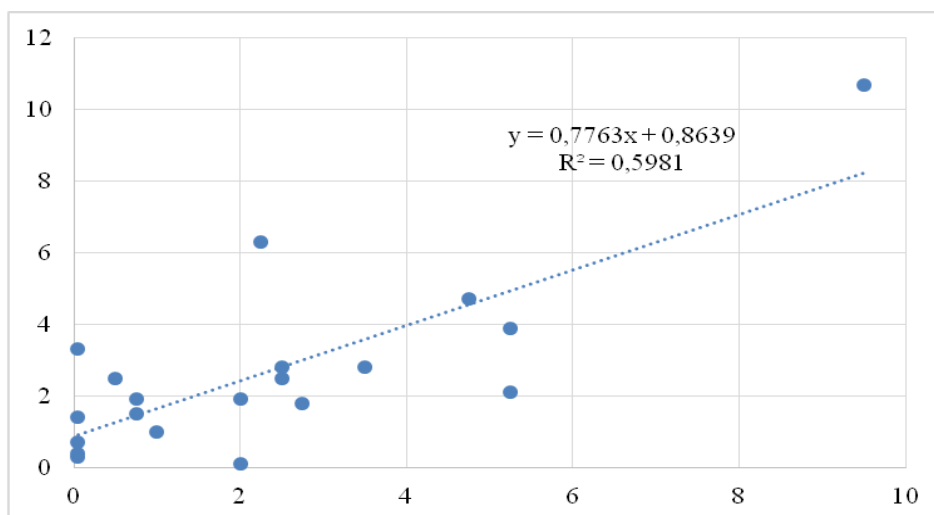
4.3.4 Vztahy základních úrokových sazeb ČNB a míry inflace

Dle ekonomických předpokladů dochází při růstu úrokových sazeb ve svém důsledku k poklesu míry inflace, za jinak nezměněných podmínek.

Graf 17 znázorňuje vztah dvoutýdenní repo sazby ČNB a míry inflace v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty 0,77, což značí silnou přímou závislost mezi dvoutýdenní repo sazbou a mírou inflace. Koeficient determinace (R^2) činí 0,5981 a udává, že změny míry inflace jsou ze 59,81 % ovlivněny změnami dvoutýdenní repo sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 17: Vztah míry inflace (v %) a dvoutýdenní repo sazby (v %) v letech 1998 - 2017

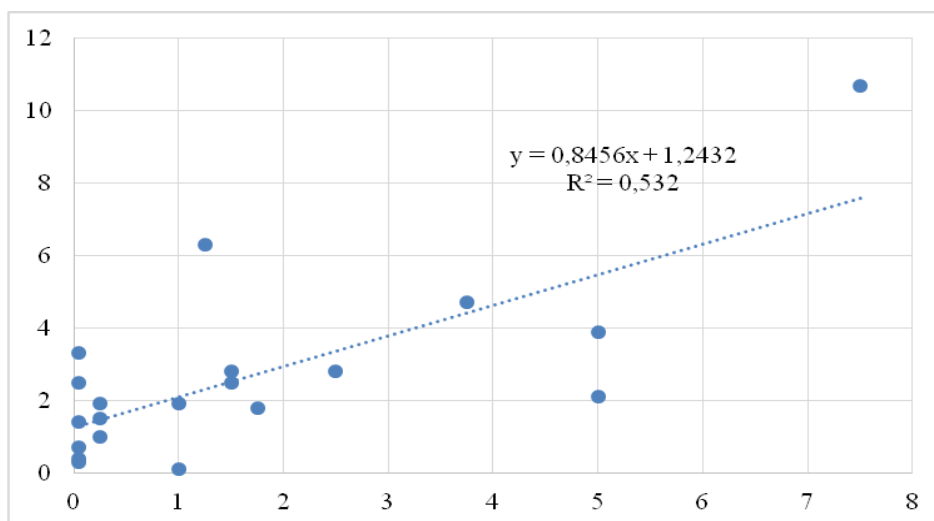


Zdroj: ČNB [20], ČSÚ [16], vlastní zpracování

Graf 18 znázorňuje vztah diskontní sazby ČNB a míry inflace v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty 0,73, což značí silnou přímou závislost mezi diskontní sazbou a mírou inflace. Koeficient determinace (R^2) činí 0,532 a udává, že změny míry inflace jsou ze 53,2 % ovlivněny změnami diskontní sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 18: Vztah míry inflace (v %) a diskontní sazby (v %) v letech 1998 - 2017

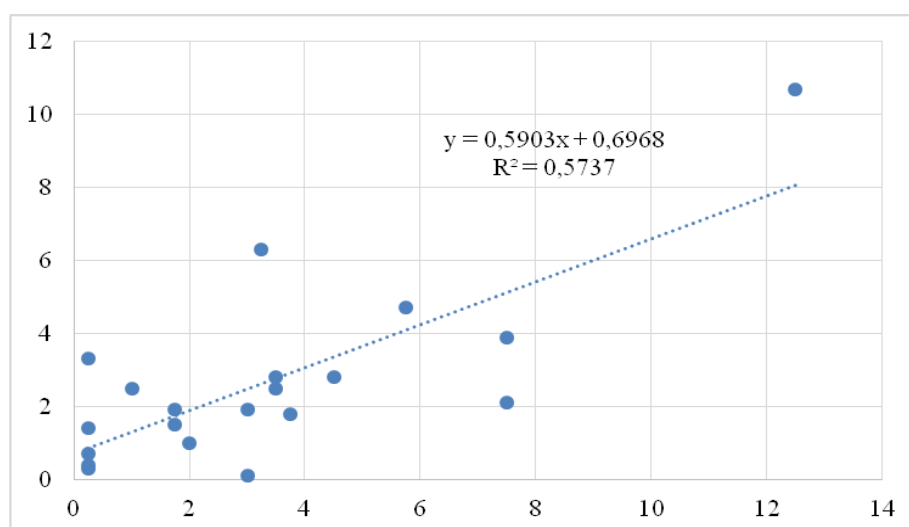


Zdroj: ČNB [20], ČSÚ [16], vlastní zpracování

Graf 19 znázorňuje vztah lombardní sazby ČNB a míry inflace v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty 0,76, což značí silnou přímou závislost mezi lombardní sazbou a mírou inflace. Koeficient determinace (R^2) činí 0,5737 a udává, že změny míry inflace jsou ze 57,37 % ovlivněny změnami lombardní sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 19: Vztah míry inflace (v %) a lombardní sazby (v %) v letech 1998 - 2017



Zdroj: ČNB [20], ČSÚ [16], vlastní zpracování

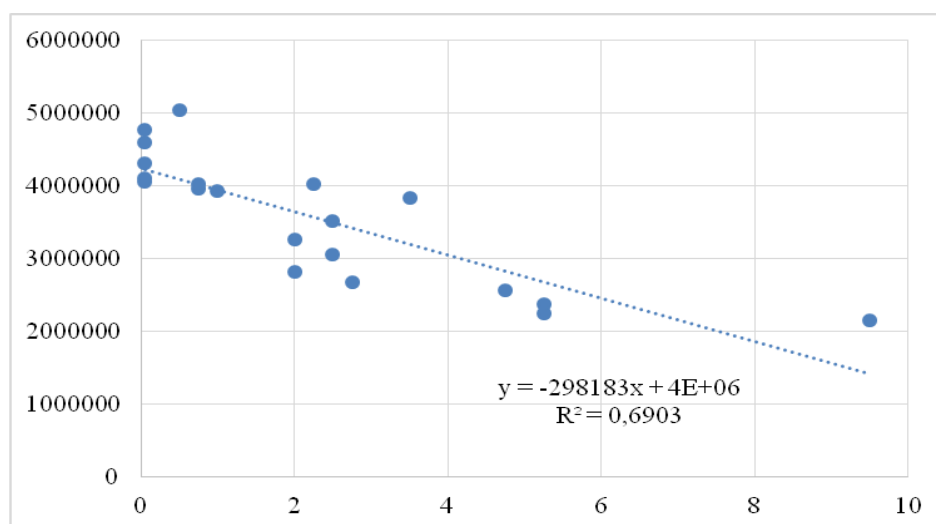
4.3.5 Vztahy základních úrokových sazeb ČNB a HDP_{s.c.}

Dle ekonomických předpokladů dochází při růstu úrokových sazeb ve svém důsledku k poklesu HDP, za jinak nezměněných podmínek.

Graf 20 znázorňuje vztah dvoutýdenní repo sazby ČNB a HDP_{s.c.} v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient činí -0,83, což značí silnou nepřímou závislost mezi dvoutýdenní repo sazbou a HDP_{s.c.}. Koeficient determinace (R^2) činí 0,6903 a udává, že změny HDP_{s.c.} jsou ze 69,03 % ovlivněny změnami dvoutýdenní repo sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 20: Vztah HDP_{s.c.} (v mil. Kč) a dvoutýdenní repo sazby (v %) v letech 1998 - 2017

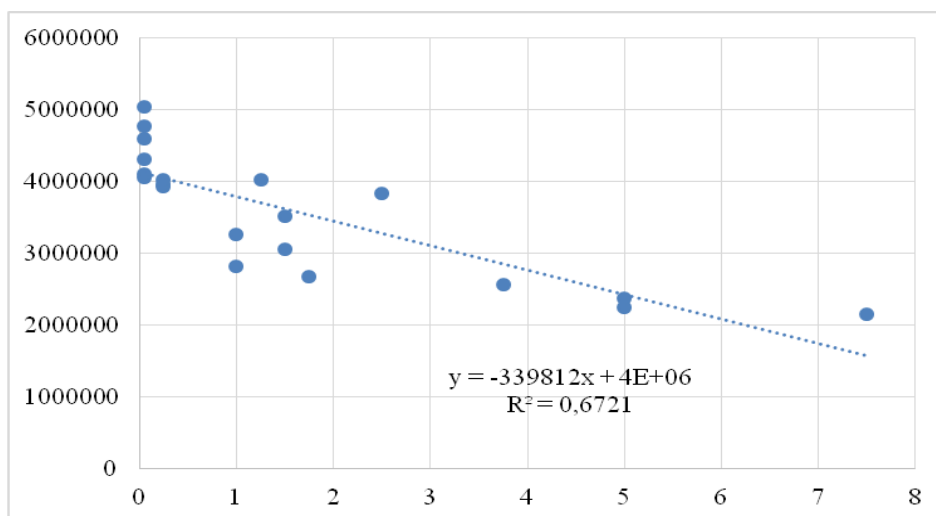


Zdroj: ČNB [20], ČSÚ [18], vlastní zpracování

Graf 21 zobrazuje vztah diskontní sazby ČNB a HDP_{s.c.} v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient má hodnotu -0,82, což znamená silnou nepřímou závislost mezi diskontní sazbou a HDP_{s.c.}. Koeficient determinace (R^2) nabývá hodnoty 0,6721 a udává, že změny HDP_{s.c.} jsou ze 67,21 % ovlivněny změnami diskontní sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 21: Vztah HDP_{s.c.} (v mil. Kč) a diskontní sazby (v %) v letech 1998 - 2017

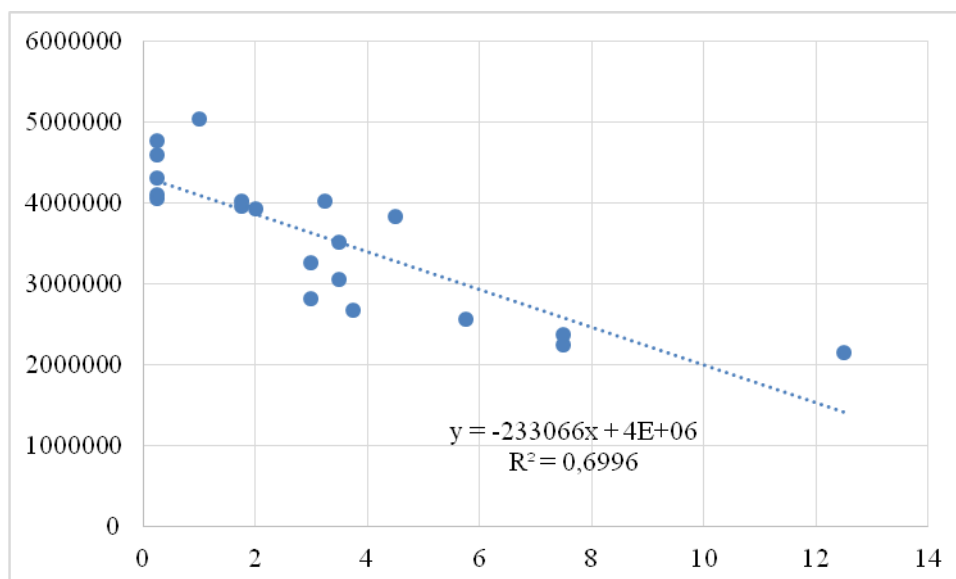


Zdroj: ČNB [20], ČSÚ [18], vlastní zpracování

Graf 22 znázorňuje vztah lombardní sazby ČNB a HDP_{s.c.} v letech 1998 až 2017.

Korelační koeficient dosáhl hodnoty -0,84, což značí silnou nepřímou závislost mezi lombardní sazbou a HDP_{s.c.}. Koeficient determinace (R^2) je zde 0,6996 a udává, že změny HDP_{s.c.} jsou ze 69,96 % ovlivněny změnami lombardní sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 22: Vztah HDP_{s.c.} (v mil. Kč) a lombardní sazby (v %) v letech 1998 - 2017



Zdroj: ČNB [20], ČSÚ [18], vlastní zpracování

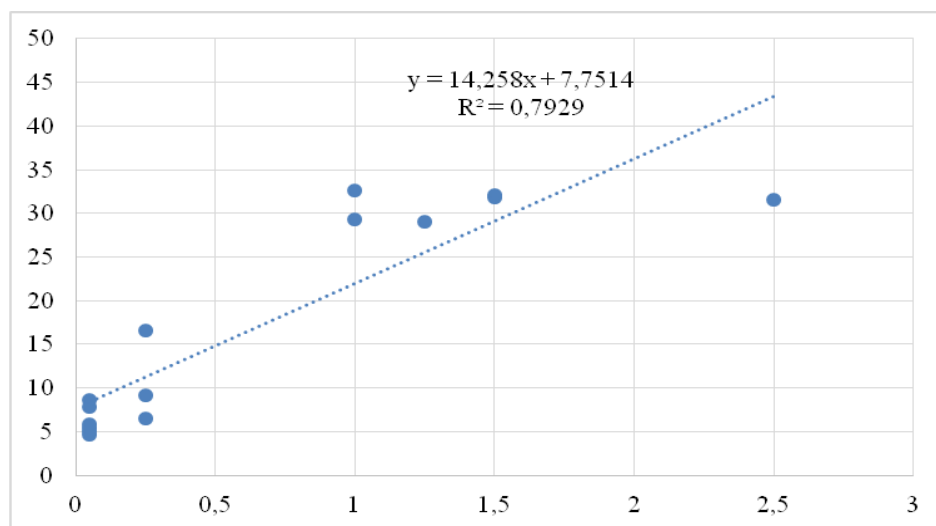
4.3.6 Vztah diskontní sazby ČNB a poskytnutých úvěrů domácnostem

Ekonomické předpoklady uvádí, že při růstu diskontní sazby dochází ve svém důsledku k poklesu poskytnutých úvěrů domácnostem, za jinak nezměněných podmínek.

Graf 23 znázorňuje vztah diskontní sazby ČNB a roční míry růstu poskytnutých úvěrů domácnostem v letech 2003 až 2017.

Korelační koeficient nabývá hodnoty 0,89, což znamená silnou přímou závislost mezi sledovanými veličinami. Koeficient determinace (R^2) činí 0,7929. Udává, že změny roční míry růstu poskytnutých úvěrů domácnostem jsou z 79,29 % ovlivněny změnami diskontní sazby, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům.

Graf 23: Vztah roční míry růstu poskytnutých úvěrů domácnostem (v %) a diskontní sazby (v %) v letech 2003 - 2017



Zdroj: ČNB [15] [20] [22] [23], vlastní zpracování

5 Výsledky a diskuse

5.1 Zhodnocení kurzového závazku ČNB v letech 2013 až 2017

V roce 2013 se nacházela česká ekonomika ve vleklé recesi, která vznikla v předchozích letech. Rostl podíl nezaměstnaných, stagnovaly mzdy a inflace klesala nulovým hodnotám, příjmy a spotřeba domácností klesaly, firmám klesaly zisky a méně investovaly.

To vše v situaci, kdy ČNB již rok udržovala úrokové sazby na tzv. technické nule a její prognózy naznačovaly, že ekonomice by bez zásahu ČNB hrozil pád do tzv. deflačně-recesní spirály.

ČNB se na tuto hrozbu nejdříve rozhodla reagovat příslibem ponechání úrokových sazeb na technické nule v delším časovém horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. ČNB dále ve druhé polovině roku 2013 informovala o své připravenosti použít devizový kurz v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky.

Kurzový závazek na hladině 27 CZK/EUR byl nakonec přijat na měnovém zasedání bankovní rady dne 7. listopadu 2013.

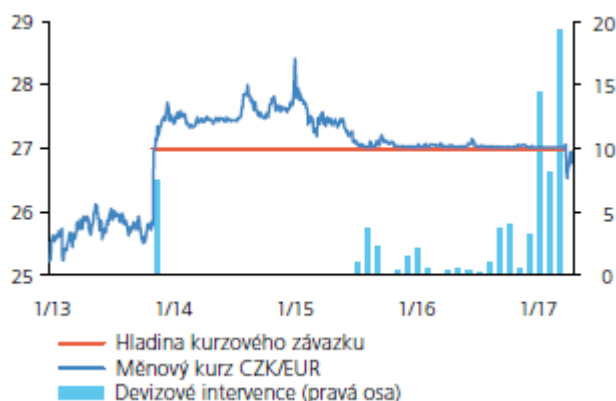
Téměř ihned po vyhlášení kurzového závazku oslabila koruna s přispěním devizových intervencí ČNB nad požadovanou úroveň. Kurzový závazek rychle získal vysokou důvěryhodnost, jelikož ČNB jasně deklarovala svou připravenost intervenovat bez jakýchkoliv časových nebo objemových omezení.

Až do léta roku 2015 se koruna nacházela nad úrovní kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR bez potřeby intervencí ze strany ČNB. V létě roku 2015 však začala koruna posilovat až k hladině kurzového závazku. Od července roku 2015 proto ČNB v případě potřeby intervenovala proti posílení kurzu pod hladinu kurzového závazku. Do března roku 2017 činily v souhrnu kurzové intervence částku ve výši 75 mld. EUR.

Bankovní rada ČNB se rozhodla s okamžitou platností ukončit kurzový závazek na svém zasedání dne 6. dubna 2017. [14, s. 10]

Vývoj měnového kurzu CZK/EUR v tomto období znázorňuje Graf 24, a to včetně výše intervencí ze strany ČNB v jednotlivých měsících.

Graf 24: Kurz koruny vůči euru a intervence ČNB (v mld. EUR)



Zdroj: ČNB [14, s. 10]

Oslabení kurzu koruny významně přispělo k oživení ekonomického růstu v roce 2014 (viz Graf 7). K tomuto pozitivnímu vývoji přispělo, vedle uvolněné měnové politiky, i oživení zahraniční poptávky a ukončení restriktivního působení domácí fiskální politiky. Spotřeba domácností a investice začaly růst, zlepšila se ekonomická nálada spotřebitelů a podnikatelů a poklesla míra nezaměstnanosti. Příznivý domácí ekonomický vývoj pokračoval i v následujících letech.

Obnovený ekonomický růst a zlepšení situace na trhu měly za následek zvýšení jádrové inflace nad úroveň 1 %. Této hodnoty jádrová inflace dosahovala naposledy před vypuknutím světové finanční a hospodářské krize.

Celková výše inflace se oproti tomu, až téměř do konce roku 2016, držela stále v blízkosti nulových hodnot. Tento vývoj byl způsoben prohloubením deflačních tendencí v eurozóně a pokles světových cen ropy a dalších komodit. Tyto protiinflační zahraniční tlaky se do domácího cenového vývoje promítaly prostřednictvím prohlubujícího se poklesu zahraničních produkčních cen. Ty se začaly zvyšovat až počátkem roku 2017, přibližně o tři roky později oproti původním předpokladům. Celková inflace tak dosáhla cíle počátkem roku 2017. [14, s. 11 - 12]

Vývoj celkové inflace v období kurzového závazku znázorňuje Graf 5.

Zavedení kurzového závazku hodnotí jako správné a úspěšné měnověpolitické opatření také studie autorů, Jana Brůhy a Jaromíra Tonnera, provedená pod záštitou ČNB. Dle této studie jsou však statisticky signifikantní výsledky dosaženy pouze pro jádrovou inflaci. Statistická signifikance pro ostatní veličiny je slabá nebo žádná. [24, s. 1]

5.2 Vyhodnocení výsledků korelační a regresní analýzy

Při zkoumání vztahu měnového kurzu CZK/EUR a celkové inflace v letech 1998 až 2017 byla zjištěna pouze střední přímá závislost mezi těmito veličinami a změny hodnot inflace byly ovlivněny změnami kurzu pouze z 15 %, což odpovídá i závěrům provedené studie ČNB⁶, kdy bylo dosaženo statisticky signifikantních výsledků pouze pro jádrovou inflaci. U míry inflace a kurzu (CZK/EUR) v období kurzových intervencí (od listopadu 2013 do dubna 2017) činí korelační koeficient -0,72, tedy indikuje silnou nepřímou závislost mezi mírou inflace a měnovým kurzem. Dle koeficientu determinace jsou změny inflace z 51,64 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj neodpovídá ekonomickým předpokladům. Důvodem je to, že inflace nereagovala na změny kurzu dostatečně rychle, ale s časovým odstupem. Při zkoumání vztahu míry inflace (v čase $t+10$ čtvrtletí) a kurzu (CZK/EUR) v období kurzových intervencí (od listopadu 2013 do dubna 2017) nabyl korelační koeficient hodnoty 0,78, tedy udává silnou přímou závislost mezi mírou inflace a měnovým kurzem. Dle koeficientu determinace jsou změny inflace z 60,5 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj již odpovídá ekonomickým předpokladům.

Mezi měnovým kurzem CZK/EUR a $HDP_{s. c.}$ v čase $t+1$ byla v letech 2008 až 2017 objevena silná přímá závislost (korelační koeficient ve výši 0,79) a změny hodnot $HDP_{s. c.}$ v čase $t+1$ byly ovlivněny změnami kurzu pouze z 62 %. Toto zjištění odpovídá ekonomickým předpokladům. Veličina $HDP_{s. c.}$ v čase $t+1$ byla zvolena z důvodu pravděpodobného zpoždění dopadu změn kurzu na $HDP_{s. c.}$.

⁶ BRŮHA J. TONNER J.: An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience

V případě posuzování vztahu mezi vývozem zboží a služeb a měnového kurzu (CZK/EUR) v letech 2008 až 2017, tedy v období vrcholení a následného odeznění světové ekonomické krize, bylo zjištěno, že korelační koeficient dosáhl hodnoty 0,67, což znamená střední přímou závislost mezi vývozem zboží a služeb a měnovým kurzem. Koeficient determinace (R^2) činil 0,4429. Udává, že změny vývozu zboží a služeb jsou ze 44,29 % ovlivněny změnami měnového kurzu, za jinak nezměněných podmínek. Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům.

Při zkoumání vztahu mezi základními sazbami ČNB a inflací se projevila v letech 1998 až 2017 silná přímá závislost (v případě dvoutýdenní repo sazby 0,77, diskontní sazby 0,73 a lombardní sazby 0,76). Tento vývoj však neodpovídá ekonomickým předpokladům, kdy by měl mezi těmito veličinami existovat nepřímý vztah. Neočekávaný vývoj je nejspíše způsoben tím, že obchody za tyto úrokové sazby jsou uskutečňovány na krátký časový úsek, což se v rámci ročních srovnání neprojevuje. Změny hodnot inflace pak byly ovlivněny změnami dvoutýdenní repo sazby z 60 %, diskontní sazby z 53 % a lombardní sazby z 58 %.

Mezi základními úrokovými sazbami ČNB a HDP_{s. c.} byla zjištěna v letech 1998 až 2017 silná nepřímá závislost (v případě dvoutýdenní repo sazby -0,83, diskontní sazby -0,82 a lombardní sazby -0,84). Tento vývoj odpovídá ekonomickým předpokladům, kdy by měl mezi těmito veličinami existovat nepřímý vztah. Změny hodnot HDP_{s. c.} byly ovlivněny změnami dvoutýdenní repo sazby z 69 %, diskontní sazby z 67 % a lombardní sazby ze 70 %.

Při zkoumání vztahu mezi diskontní sazbou ČNB a roční mírou růstu poskytnutých úvěrů domácnostem se projevila v letech 1998 až 2017 silná přímá závislost, kdy korelační koeficient nabyl hodnoty 0,89. Tento vývoj však neodpovídá ekonomickým předpokladům, kdy by měl mezi těmito veličinami existovat nepřímý vztah. Tento výsledek je ovlivněn tím, že české domácnosti jsou málo citlivé na změny diskontní sazby a dále pak jejich chováním, kdy každoročně roste zadluženost domácností a výše úrokové sazby nemá pro rozhodování obyvatel při sjednání úvěru zásadní vliv. Změny hodnot roční míry růstu poskytnutých úvěrů domácnostem pak byly ovlivněny změnami diskontní sazby ze 79 %.

6 Závěr

ČNB, jako určující instituce měnové politiky v ČR, dohlíží nad udržováním cenové stability. V souladu s tímto zákonným posláním přistoupila v listopadu roku 2013 k zavedení kurzového závazku, jako nástroje pro uvolňování měnové politiky. To v situaci nízkých úrokových sazeb, kdy byla česká ekonomika ohrožena pádem do deflace. ČNB se po centrálních bankách Izraele a Švýcarska stala teprve třetí centrální bankou, která použila kurz jako nástroj své měnové politiky.

Devizové intervence (za účelem oslabování kurzu koruny) prováděla ČNB v následujících letech až do počátku roku 2017, kdy se bankovní rada dne 6. dubna 2017 rozhodla s okamžitou platností kurzový závazek ukončit.

Vystoupení z více než tři roky trvajícího režimu devizových intervencí proběhlo bez tržních výkyvů a v souladu se záměry ČNB. V roce 2017 jsme zaznamenali značný ekonomický růst, který za celý rok dosáhl výše 3,6 %. ČR se tak zařadila k nejrychleji rostoucím zemím v EU. Hospodářský růst se pozitivně promítá do zaměstnanosti (v podobě nízké míry nezaměstnanosti) a zvyšujících se mezd, které podporují spotřebu domácností. Celková inflace se dostala zpět do tolerančního pásma inflačního cíle. Jako jedna z prvních centrálních bank v EU se tak ČNB mohla odpoutat od nulové úrovně úrokových sazeb, což bylo započato v srpnu 2017 a dle prohlášení ČNB bude i nadále pokračovat.

Po ukončení kurzového závazku následovalo určité posílení kurzu koruny a mírné oslabení hospodářského růstu na počátku roku 2018, které ale neohrožuje návrat k používání úrokových sazeb jako hlavního měnověpolitického nástroje.

Za úspěšné vystoupení z režimu devizových intervencí převzal v říjnu 2017 guvernér ČNB Jiří Rusnok ve Washingtonu ocenění „Guvernér centrální banky pro střední a východní Evropu pro rok 2017“, kterou mu udělil mezinárodní magazín GlobalMarkets.

Vliv působení vybraných ekonomických veličin (kurzu CZK/EUR, základních úrokových sazeb ČNB) na HDP a na míru inflace se ve značné míře podařilo prokázat prostřednictvím vlastní korelační a regresní analýzy.

7 Seznam použitých zdrojů

- [1] SVATOŠOVÁ L., KÁBA B. Statistické metody I. 1. Vydání. Praha. Česká zemědělská univerzita v Praze, 2014. 136 s. ISBN 978-80-213-1672-0.
- [2] ČNB. *O ČNB*. Dostupné na: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/.
- [3] REVENDA Z. Centrální bankovníctví. 3. vydání. Praha. Management Press, s. r. o., 2011. 558 s. ISBN 978-80-7261-230-7.
- [4] JÍLEK J. Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika. 1. vydání. Praha. GRADA Publishing, a. s., 2013. 560 s. ISBN 978-80-247-4516-9.
- [5] BRČÁK J., SEKERKA B. Makroekonomie. Plzeň. Aleš Čeněk, s. r. o., 2010. 292 s. ISBN 978-80-7380-245-5
- [6] JÍLEK J. Peníze a měnová politika. 1. vydání. Praha. GRADA Publishing, a. s., 2004. 744 s. ISBN 80-247-0769-1.
- [7] ČNB. Cílování inflace v České republice. Praha. Česká národní banka, 2005. 17 s.
- [8] MANDEL M., TOMŠÍK V. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Praha. MANAGEMENT PRESS, 2003. 287 s. ISBN 80-7261-094-5
- [9] ČNB. Stanovení inflačního cíle pro rok 2001. Praha. Česká národní banka. 2000. 7 s. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/strategie_dokumenty/download/inflacni_cil_2001.pdf.
- [10] ČNB. *Cílování inflace v ČR*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html.

- [11] ČNB. *Výroční zpráva 2014*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2014.pdf
- [12] ČNB. *Výroční zpráva 2015*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2015.pdf
- [13] ČNB. *Výroční zpráva 2016*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2016.pdf
- [14] ČNB. *Zpráva o inflaci – II/2017*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_II/download/zoi_II_2017.pdf
- [15] ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2018*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2018/2018_I/download/zoi_I_2018.pdf
- [16] ČSÚ. *Hlavní makroekonomické ukazatele*. Dostupné na:
https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr
- [17] ČNB. *Zpráva o inflaci – I/2018. Tabulky a grafy v textu*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2018/2018_I/index.html
- [18] ČSÚ. *Databáze národních účtů*. Dostupné na:
http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocnkavyber.makroek_vydaj
- [19] ČNB. *Výroční zpráva 2012*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocn_i_zpravy/download/vyrocn_i_zprava_2012.pdf

- [20] ČNB. *Měnověpolitické nástroje*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#mp_nastroje
- [21] ČNB. *Zpráva o inflaci – IV/2017*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_IV/download/zoi_IV_2017.pdf
- [22] ČNB. *Zpráva o inflaci – II/2008. Tabulky a grafy v textu. II. Současný ekonomický vývoj. II.6 Měnový vývoj*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2008/2008_II/zoi_2008_II_grafy.html
- [23] ČNB. *Zpráva o inflaci – II/2013. Tabulky a grafy v textu*. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_II/index.html
- [24] BRŮHA J. TONNER J. *An Exchange Rate Floor as an Instrument of Monetary Policy: An Ex-post Assessment of the Czech Experience*. Praha. Česká národní banka, 2017. 28 s. Dostupné na:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/en/research/research_publications/cnb_wp/download/cnbwp_2017_04.pdf