

**Česká zemědělská univerzita v Praze**

**Provozně ekonomická fakulta**

**Katedra ekonomických teorií**



**Diplomová práce**

**Monetární politika ČNB a její devizové intervence**

**Bc. Ondřej Kozák**

© 2017 ČZU v Praze

# ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Ondřej Kozák

Provoz a ekonomika

Název práce

**Monetární politika ČNB a její devizové intervence**

Název anglicky

**Monetary policy of CNB and foreign exchange intervention**

---

### Cíle práce

Diplomová práce je zaměřena na problematiku centrálního bankovníctví a měnové politiky v kontextu České republiky – tedy na měnovou politiku České národní banky. Hlavním cílem je její analýza ve vybraném období s detailnějším zaměřením na devizové intervence zahájené v roce 2013.

### Metodika

Diplomová práce je rozdělena na dva celky. První obsahuje teoretická východiska k tématu měnové politiky a centrálního bankovníctví. V druhém je pak na základě těchto teoretických znalostí vypracována samotná analýza měnové politiky České národní banky v jednotlivých letech.

**Doporučený rozsah práce**

60 – 80 stran

**Klíčová slova**

inlfance, měna, kurz, ČNB, centrální banka

---

**Doporučené zdroje informací**


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

KOMÁREK; L. FRAIT, J. *Kapitálové toky a měnové kurzy v globalizované ekonomice*. Praha: Národohospodářský ústav Josefa Hlávky, 1999. ISBN 80-238-5200-0.

KVIZDA, M. *Centrální banka a národní hospodářství*. Brno: Masarykova univerzita, 1998. ISBN 80-210-1942-5.

REVENDA, Z. *Centrální bankovnictví*. Praha: Management Press, 1999. ISBN 80-85943-89-1.

REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovnictví*. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.



---

**Předběžný termín obhajoby**

2016/17 LS – PEF

**Vedoucí práce**

doc. PhDr. Ing. Karel Šrédl, CSc.

**Garantující pracoviště**

Katedra ekonomických teorií

---

Elektronicky schváleno dne 22. 3. 2017

**doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.**

Vedoucí katedry

---

Elektronicky schváleno dne 24. 3. 2017

**Ing. Martin Pelikán, Ph.D.**

Děkan

V Praze dne 28. 03. 2017

### **Čestné prohlášení**

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

V Praze dne 30. 3. 2017

---

### **Poděkování**

Rád bych touto cestou poděkoval doc. Ing. PhDr. Karlu Šředlovi, CSc. a svým rodičům za konzultace a pomoc při psaní této diplomové práce.

# Monetární politika ČNB a její devizové intervence

## Souhrn

Diplomová práce je rozdělena na dvě části, v kterých se věnuje tématům spojených s problematikou měnové politiky centrálních bank. V první části jsou na základě studia odborné literatury popsány pojmy a témata týkající se měnové politiky, centrálního bankovníctví a České národní banky, jakožto banky vykonávající funkci centrální banky na našem území. V druhé - praktické části je provedena analýza měnové politiky České národní banky a dopadů změn jejích měnověpolitických nástrojů na hlavní makroekonomické ukazatele v jednotlivých letech období vytyčeného roky 2006 a 2015. Závěr práce je věnován zhodnocení měnové politiky za toto období společně s vyhodnocením přínosu kurzového závazku koruny vůči euru vyhlášeného Českou národní bankou na podzim roku 2013.

**Klíčová slova:** Inflace, měna, měnový kurz, centrální banka, ČNB, měnová politika, HDP, deflace, úroková míra, koruna

# Monetary policy of CNB and foreign exchange interventions

## **Summary**

The present diploma thesis focuses on central bank's monetary policy. It is divided into two parts. The first part contains comprehensive overview of concepts and topics related to monetary policy, central banking, and Czech National Bank as a unique bank representing a central banking role within the Czech Republic. The second part provides the analysis of the Czech National Bank monetary policy especially from the viewpoint of the impact of changes in setting of monetary policy tools on the main macroeconomic indexes. The analysis covers the individual years from 2006 to 2015. The conclusion evaluates the Czech National Bank monetary policy and also specifically its exchange rate commitment declared in Autumn 2013.

**Keywords:** inflation, currency, exchange rate, central bank, CNB, monetary policy, GDP, deflation, interest rate, CZK

# Obsah

1. Úvod.....	15
2. Cíl práce a metodika .....	16
2.1. Cíl práce.....	16
2.2. Metodika .....	16
3. Teoretická východiska .....	17
3.1. Monetární politika.....	17
3.1.1. Cíle monetární politiky .....	17
3.1.2. Transmisní mechanismus měnové politiky.....	18
3.1.3. Kanály měnové politiky .....	19
3.1.3.1. Úvěrový kanál .....	19
3.1.3.2. Podnikatelský kanál .....	19
3.1.3.3. Výdajový kanál.....	20
3.1.3.4. Kanál měnového kurzu.....	20
3.1.4. Expansivní monetární politika .....	21
3.1.5. Restriktivní monetární politika .....	21
3.1.6. Problémy měnové politiky .....	21
3.1.6.1. Past na likviditu .....	21
3.1.6.2. Necitlivost výdajů na úrokovou míru .....	22
3.1.6.3. Časové zpoždění .....	22
3.2. Centrální Banka .....	22
3.2.1. Funkce centrální banky .....	23
3.2.1.1. Emisní funkce .....	23
3.2.1.2. Banka bank .....	23
3.2.1.3. Vrcholný subjekt měnové politiky .....	24



3.2.1.4.	Orgán bankovního dozoru a regulace.....	24
3.2.1.5.	Banka státu .....	24
3.2.1.5.2.	Kvantitativní uvolňování.....	25
3.2.1.6.	Správa devizových rezerv.....	26
3.2.2.	Nezávislost centrální banky .....	27
3.3.	Česká národní banka .....	27
3.3.1.	Nástroje Monetární politiky České národní banky.....	28
3.3.1.1.	Operace na volném trhu.....	28
3.3.1.2.	Automatické facility .....	29
3.3.1.3.	Mimořádné facility .....	30
3.3.1.4.	Povinné minimální rezervy.....	30
3.3.1.5.	Devizové intervence .....	31
3.3.2.	Režimy měnové politiky .....	31
3.3.2.1.	Režim s implicitní nominální kotvou .....	31
3.3.2.2.	Cílování měnové zásoby.....	32
3.3.2.3.	Cílování měnového kurzu.....	32
3.3.2.4.	Cílování inflace .....	32
3.3.2.5.	Cílování inflace ČNB .....	33
3.3.3.	Prognóza ČNB .....	33
4.	Inflace .....	34
5.	Praktická část .....	36
5.1.	Rok 2006.....	36
5.2.	Rok 2007.....	40
5.3.	Rok 2008.....	44
5.4.	Rok 2009.....	49

5.5.	Rok 2010.....	53
5.6.	Rok 2011.....	56
5.7.	Rok 2012.....	60
5.8.	Rok 2013.....	64
5.9.	Rok 2014.....	68
5.10.	Rok 2015.....	72
6.	Výsledky a diskuze .....	76
7.	Závěr .....	78
8.	Seznam použitých zdrojů.....	79

## Seznam tabulek

Tabulka 1 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	37
Tabulka 2 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	42
Tabulka 3 Nastavevení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	45
Tabulka 4 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	50
Tabulka 5 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	53
Tabulka 6 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	57
Tabulka 7 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB).....	61

## Seznam grafů

Graf 1 Prognózy inflace ČNB z července a října 2006.....	36
Graf 2 Vývoj úrokové míry v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	37
Graf 3 Vývoj inflace v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	38
Graf 4 Vývoj růstu HDP v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	39
Graf 5 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	39
Graf 6 Vývoj kurzu koruny v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	40
Graf 7 Prognózy inflace ČNB z ledna a října 2007 .....	41
Graf 8 Vývoj inflace v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	41
Graf 9 Vývoj úrokové míry v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	42

Graf 10 Vývoj kurzu koruny v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	43
Graf 11 Vývoj růstu HDP v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	44
Graf 12 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	44
Graf 13 Prognóza inflace ČNB z února 2008 .....	45
Graf 14 Vývoj inflace v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	46
Graf 15 Vývoj úrokové míry v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	47
Graf 16 Vývoj růstu HDP v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	47
Graf 17 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	48
Graf 18 Vývoj kurzu koruny v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	49
Graf 19 Prognóza inflace ČNB z února 2009 .....	49
Graf 20 Vývoj inflace v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	50
Graf 21 Vývoj růstu HDP v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	51
Graf 22 Vývoj úrokové míry v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	51
Graf 23 Vývoj kurzu koruny v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	52
Graf 24 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	52
Graf 25 Prognózy inflace ČNB z února a října 2010.....	53
Graf 26 Vývoj inflace v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	54
Graf 27 Vývoj růstu HDP v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	54
Graf 28 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	55
Graf 29 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)...	55
Graf 30 Vývoj kurzu koruny v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	56
Graf 31 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2011 .....	56

Graf 32 Vývoj inflace v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	57
Graf 33 Vývoj růstu HDP v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	58
Graf 34 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	58
Graf 35 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)...	59
Graf 36 Vývoj kurzu koruny v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	60
Graf 37 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2012 .....	60
Graf 38 Vývoj inflace v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	61
Graf 39 Vývoj růstu HDP v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	62
Graf 40 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	62
Graf 41 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)...	63
Graf 42 Vývoj kurzu koruny v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	63
Graf 43 Vývoj kurzu koruny v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	65
Graf 44 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2013 .....	66
Graf 45 Vývoj inflace v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	66
Graf 46 Vývoj růstu HDP v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	67
Graf 47 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	67
Graf 48 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)...	68
Graf 49 Vývoj inflace v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	69
Graf 50 Prognózy inflace ČNB z února a listopadu 2014 .....	69
Graf 51 Vývoj kurzu koruny v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	70
Graf 52 Vývoj růstu HDP v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	70
Graf 53 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	71

Graf 54 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)...	71
Graf 55 Vývoj inflace v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ) .....	72
Graf 56 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2015 .....	73
Graf 57 Vývoj kurzu koruny v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat) .....	73
Graf 58 Vývoj růstu HDP v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	74
Graf 59 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat).....	75
Graf 60 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)...	75

# 1. Úvod

Téma měnové politiky centrální banky jsem si pro svou diplomovou práci vybral z důvodu jeho aktuálnosti a také díky jeho obrovskému vlivu na hospodářský vývoj země. Poprvé jsem se o něj začal hlouběji zajímat v roce 2013, kdy Česká národní banka vyhlásila svůj úmysl intervenovat na devizovém trhu s cílem umělého oslabení koruny a já, toho času student chystající se na cestu do zahraničí, hledal důvod, proč Česká národní banka oslabila naši měnu a tím snížila mojí kupní sílu v zahraničí.

Téma je to velmi rozsáhlé a komplexní a zasahuje do něj i obrovské množství proměnných, které centrální banka často nemůže ani sama ovlivnit. Proto jsou ale procesy a postupy, které Centrální banka provádí, s cílem minimalizovat rizika a naplnit své cíle, tak zajímavé. Navíc se téma dotýká nás všech, protože centrální banka ovlivňuje svou měnovou politikou základní makroekonomické ukazatele, které mají bezprostřední vliv na náš každodenní život. Centrální banka stanovuje hranici mezi růstem cen, a hospodářským růstem a tím ovlivňuje i nezaměstnanost a růst mezd.

Práce je rozdělena na dva celky. V teoretické části jsou zpracována teoretická východiska k tématu. Je popsán princip měnové politiky, definována centrální banka, její cíle a nástroje. Dále se teoretická část zabývá Českou národní bankou jakožto bankou vykonávající funkci centrální banky na našem území a také popisuje téma inflace, které je pro pochopení celé problematiky také velmi důležité.

V praktické části je zpracována analýza měnové politiky České národní banky v jednotlivých letech a její dopady na ekonomiku České republiky za období 2006-2015, které jsou vyjádřeny vývojem makroekonomických ukazatelů. Na konci práce je pak provedeno zhodnocení měnové politiky České národní banky v uvedeném období včetně zhodnocení dopadu devizových intervencí vyhlášených na podzim roku 2013.

## **2. Cíl práce a metodika**

### **2.1. Cíl práce**

Hlavním cílem práce je analýza měnové politiky České národní banky a její dopady na základní makroekonomické ukazatele v jednotlivých letech v období od roku 2006 do roku 2015 a v rámci této analýzy vyhodnocení dopadu devizových intervencí, které byly vyhlášeny Radou České národní banky na podzim roku 2013.

Díličními cíli je za pomoci studia odborné literatury, odborných článků a dostupných elektronických zdrojů popsat základní problematiku a definovat pojmy a principy měnové politiky, centrálního bankovníctví a České národní banky jakožto banky vykonávající funkci centrální banky na území české republiky.

### **2.2. Metodika**

Teoretická část je provedena na základě důkladného studia odborné literatury a dalších zdrojů týkajících se tématu práce a následným zpracováním teoretických východisek s cílem popsat problematiku důležitou ke zpracování praktické části. Je rozdělena do čtyř kapitol, kterými jsou Měnová politika, Centrální banka, Česká národní banka a Inflace. Ty jsou dále rozděleny do dalších subkapitol. Při zpracování teoretické části práce je použita deskriptivní metoda.

V praktické části je na základě dat získaných z Českého statistického úřadu, statistického úřadu evropské unie - Eurostat a také z dat České národní banky vypracována analýza měnové politiky České národní banky v jednotlivých letech sledovaného období. Pomocí grafů je popsán vývoj hlavních makroekonomických veličin (HDP, míra inflace, nezaměstnanost, kurz koruny a úroková míra) v závislosti na změnách měnověpolitických nástrojů České národní banky. V neposlední řadě je v závěru zhodnocena měnová politika České národní banky ve sledovaném období včetně hodnocení dopadu devizových intervencí na českou ekonomiku.



## 3. Teoretická východiska

### 3.1. Monetární politika

Monetární neboli měnová politika tvoří společně s fiskální politikou základ hospodářské politiky země v tržní ekonomice. Jejím cílem je v obecné rovině zajistit měnovou stabilitu a s její pomocí podporovat dosažení celkové makroekonomické rovnováhy země (měnové oblasti). (Revenda, a další, 2012)

Měnovou politiku můžeme definovat jako regulaci operačního cíle (nejčastěji tržní krátkodobé úrokové míry), kterou provádí centrální banka za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a následně konečného cíle, kterým je obvykle cenová stabilita vyjádřená určitou mírou inflace. Centrální banka k její realizaci využívá nástroje měnové politiky. (Jílek, 2004)

Důvodem proč se monetární ekonomika provádí, je stabilita cen v ekonomice. Ta přispívá k tvorbě stabilního prostředí pro rozvoj podnikatelských aktivit a je výrazem odpovědnosti centrálních bank za udržitelný ekonomický vývoj. (Česká národní banka, nedatováno a)

„Taktika“ měnové politiky se nazývá operační cíl. Způsob, kterým měnová politika působí na konečný cíl, se nazývá transmisním mechanismem měnové politiky.

Předpokladem měnové politiky je tržní ekonomika. V centrálně řízené politice jsou ceny regulovány přímo (Jílek, 2004). Dalším nezbytným předpokladem je nezávislost centrální banky. Viz kapitola 3.2.2.

Centrální banka může v rámci měnové politiky také přímo (devizovými intervencemi) nebo nepřímo (změnou krátkodobé úrokové míry) ovlivňovat kurz měny. Jeho udržení na určité hodnotě však nikdy není konečným cílem monetární politiky ale pouze prostředkem k udržení cenové stability. (Jílek, 2004)

Měnová politika ve vyspělých zemích prošla v nedávné minulosti procesem konvergence a rozdíly v přístupech jednotlivých zemí nejsou velké.

#### 3.1.1. Cíle monetární politiky

Cíle monetární politiky v dané zemi, jsou obvykle stanoveny zákonem o centrální bance, kde mohou být vymezeny v různé šíři. Ve všech případech je primárním a

v některých zemích i jediným cílem zajištění stability kupní síly domácí měny (cenová stabilita). Tento cíl by podle některých ekonomů měl být rozdělen ještě na vnitřní a vnější stabilitu měny. Vnitřní stabilita znamená zajištění stability domácí cenové hladiny, vnější stabilita je chápána jako zajištění stabilní hodnoty měnového kurzu. (Revenda, a další, 2012)

Sekundárním cílem bývá ve většině zemí stabilita reálné ekonomiky, tedy zejména omezení cyklického kolísání ekonomiky za účelem podpory stabilního ekonomického růstu. Tím není myšleno úplné odstranění výkyvů v ekonomice, ale pouze jejich zmírňování. Cenová stabilita a stabilita reálné ekonomiky nejsou v zásadě vzájemně rozpornými cíli, ale může se stát, že si centrální banka zvolí vedle výše zmíněného základního cíle - stability domácí cenové hladiny i některé další možné cíle své měnové politiky, které jsou vzájemně v rozporu. Těmi mohou být například rovnováha platební bilance, hospodářský růst, úplná zaměstnanost nebo stabilní měnový kurz. V tuto chvíli nastává problém monetární politiky, kterým je vzájemná kompatibilita zvolených cílů. Snaha dosáhnout jednoho cíle vždycky, alespoň na krátkou dobu, ohrozí dosažení dalších cílů. Například zvýšení úrokové míry za účelem snížení inflace může vést k přílivu zahraničního kapitálu a tím vznikne tlak na appreciaci kursu domácí měny. Pokud má centrální banka více než jeden cíl, riskuje vždy, že alespoň dočasně nebude některý ze zvolených cílů plnit a jejím cílem je najít nejlepší východisko. (Revenda, a další, 2012) (Frait, nedatováno)

V konkrétnější rovině lze monetární politiku definovat jako proces, při kterém je centrální bankou využíváno měnověpolitických nástrojů v rámci stanoveného měnověpolitického režimu za účelem ovlivnění stanovené měnové podmínky. Centrální banka tedy ovlivní pouze složky měnových podmínek, jež jsou na sobě vzájemně závislé, s očekáváním, že ovlivní ekonomiku směrem ve prospěch plnění stanovených cílů. (Frait, nedatováno)

### **3.1.2. Transmisní mechanismus měnové politiky**

Transmisním mechanismem monetární politiky nazýváme řetězec ekonomických vazeb, jehož prostřednictvím se projevují změny v nastavení měnověpolitických nástrojů centrální bankou na změnách makroekonomických proměnných. Na začátku tohoto řetězce jsou tedy změny v nastavení operačního cíle (např. úrokové míry), to vede ke změně

chování na takzvaných zprostředkujících trzích, které jsou citlivé na změnu operačního cíle a tato změna chování poté ovlivní konečný cíl centrální banky (např. míru inflace). (Frait, nedatováno)

### **3.1.3. Kanály měnové politiky**

Existují čtyři základní kanály měnové politiky – podnikatelský kanál, úvěrový kanál, výdajový kanál a kanál měnového kurzu. První tři uvedené kanály ovlivňují domácí poptávku po zboží a službách. Poslední pak zahraniční poptávku po domácím zboží a službách.

#### ***3.1.3.1. Úvěrový kanál***

Úvěrový kanál je kanálem spočívajícím v nabídkách úvěrů, ze strany bank a zároveň v poptávkách po těchto úvěrech ze strany domácností a podniků. Domácnosti zvažují například pořízení hypotečního úvěru a podniky zvažují například možnost úvěru na rozšíření podnikání. Banky při posuzování těchto žádostí berou v potaz předpokládanou schopnost klienta úvěr splatit. V úvahu přitom berou předpokládaný vývoj ekonomiky zejména v konkrétním sektoru podnikání žadatele. Tento kanál určuje stagnaci či růst objemu úvěrů a tím tedy peněžní zásobu. Peněžní zásoba z dlouhodobého hlediska ovlivňuje inflaci. Platí pravidlo, že v dlouhodobém horizontu je inflace úměrná růstu peněžní zásoby. V krátkém období tato závislost platit nemusí. (Jílek, 2004)

Platí tedy, že snížením krátkodobé úrokové míry se zvýší zájem o úvěry ze strany domácností a podniků, což má za následek zvýšení peněžní zásoby a také domácí poptávky což vede k následné zvýšené inflaci a růstu hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. V dobách nízké úrokové míry jsou věřitelé méně přísní v poskytování úvěrů, z důvody předpokládaného menšího rizika selhání dlužníků. (Jílek, 2004)

#### ***3.1.3.2. Podnikatelský kanál***

Podnikatelský kanál spočívá v růstu nebo poklesu podnikatelské aktivity. Platí, že snížení krátkodobé úrokové míry, způsobí zvýšení podnikatelské aktivity, která jak přímo, tak nepřímo prostřednictvím zvýšení peněžní zásoby zvyšuje domácí poptávku po zboží a službách což vede k následné zvýšené inflaci a zvýšení hrubého domácího produktu a zaměstnanosti. (Jílek, 2004)

### **3.1.3.3. Výdajový kanál**

Výdajový kanál je kanál sklonu k výdajům či ke spoření domácností a podniků. Sklon k výdajům neovlivňuje peněžní zásobu, ale pouze rychlost oběhu peněz. Domácnosti a podniky se rozhodují, jaký poměr svého bohatství, budou držet v peněžní a nepeněžní formě. Pokud dají přednost nepeněžní formě, zvýší tím výdaje. Platí tedy, že snížením krátkodobé úrokové míry dojde ke změně preferencí k výdajům na úkor spoření, což má za důsledek zvýšení domácí poptávky po zboží a službách, a tím dojde k zvýšení inflace domácího produktu a zaměstnanosti. Zvýšení zaměstnanosti dále vede, z důvodu menšího strachu ze ztráty zaměstnání k většímu sklonu k utrácení. To vede k neodkládání spotřeby domácností ze současnosti do budoucnosti. Na spotřebních výdajích stojí ve velké míře každá světová ekonomika. (Jílek, 2004)

### **3.1.3.4. Kanál měnového kurzu**

Tento poslední kanál působí na principu, že změna krátkodobé úrokové míry okamžitě ovlivňuje měnový kurz zejména prostřednictvím toků kapitálu, které vznikají v důsledku reakcí na změnu domácích a zahraničních úrokových měr. Pokles domácí úrokové míry, činí domácí měnu méně atraktivní pro investory a to vede k odlivu spekulativního kapitálu do zahraničí. To vytváří tlak na devalvaci domácí měny (naopak zvýšení domácí úrokové míry bude vést k přílivu zahraničního kapitálu). Oslabení domácí měny pak působí na inflaci dvěma cestami. Za prvé dojde ke zvýšení cen dováženého zboží a služeb což má za důsledek okamžitý vzrůst inflace. A za druhé se oslabení domácí měny projeví zvýšenou zahraniční poptávkou po domácím zboží a službách a také sníženou nabídkou zahraniční nabídkou zahraničního zboží a služeb. To má za důsledek zvýšení inflace, růstu domácího produktu a zaměstnanosti. (Jílek, 2004)

Mimo transmisní mechanismus na makroekonomické ukazatele působí i vlivy, které centrální banka svou měnovou politikou neovlivní a to za prvé - cena dováženého zboží a služeb v cizích měnách a za druhé - změna měnového kurzu nezpůsobená změnou krátkodobé úrokové míry. Zvýšení cen dovezeného zboží a služeb v cizích měnách má za důsledek, zvýšení zahraniční poptávky po domácím zboží a službách a také snížení zahraniční nabídky zahraničního zboží. Depreciace domácí měny nezpůsobená změnou krátkodobé úrokové míry se projeví stejně jako jí vyvolaná. Oba zmíněné vlivy tedy vedou ke zvýšení inflace, růstu domácího produktu a růstu zaměstnanosti. (Jílek, 2004)

### **3.1.4. Expansivní monetární politika**

Expansivní monetární politika (anglicky *accommodative monetary policy*) jinak také uvolnění nebo expanze se nazývá činnost centrální banky, která se pomocí zvýšení peněžní nabídky snaží krátkodobě zvýšit agregátní poptávku a stimulovat ekonomiku. Probíhá tak, že centrální banka sníží krátkodobou úrokovou míru, což vede ke snížení ostatních úrokových měr v ekonomice, a díky tomu jsou obchodní banky ochotny poskytovat nové úvěry levněji, podniky a domácnosti více utrácí a zrychluje se oběh peněz v ekonomice. Expansivní monetární politika se provádí v případech, kdy je třeba stimulovat ekonomiku. Tedy například v případě příliš vysokých úrokových měr, vysoké nezaměstnanosti nebo příliš malé inflace. (Jílek, 2004)

### **3.1.5. Restriktivní monetární politika**

Opakem expansivní monetární politiky je restriktivní monetární politika (anglicky *accommodative monetary policy*). Tou je myšlena činnost, kterou se centrální banka snaží, pomocí snížení peněžní nabídky zmírnit případně úplně zabránit růstu inflace. Centrální banka zvýší krátkodobou úrokovou míru, to vede k růstu ostatních úrokových měr v ekonomice. V důsledku toho obchodní banky snižují ochotu poskytovat úvěry a stejně tak klienti více přemýšlí o pořízení úvěru. Podniky a domácnosti méně utrácí, drží peníze u sebe a zpomaluje se obrat peněz v ekonomice. Restriktivní monetární politika se provádí v případě příliš rychlého růstu ekonomiky, který je spojen s rychlým růstem mezd a z toho vyplývajícího růstu spotřebitelských cen. (Jílek, 2004)

### **3.1.6. Problémy měnové politiky**

#### ***3.1.6.1. Past na likviditu***

Past na likviditu je situace, ve které se monetární expanze stává neúčinnou. Nastává, v případě kdy je krátkodobá úroková míra nízká, až nulová. Podniky a domácnosti očekávají, že úroková míra už dále klesat nemůže a očekávají její budoucí růst. A v očekávání růstu úrokové míry nechtějí nakupovat cenné papíry a investovat a jsou ochotny držet jakékoliv množství peněz. Takže v případě zvýšení měnové báze neklesne úroková míra, tím pádem nevzrostou investice ani reálný produkt. (Jindra, nedatováno)

### ***3.1.6.2. Necitlivost výdajů na úrokovou míru***

I v případě, že by teorie pasti na likviditu byla nefunkční a zvýšení peněžní zásoby by mělo za následek pokles úrokové míry, může být měnová politika neúčinná. A to tehdy kdy by výdaje nebyly citlivé ke změně úrokové míry. V tom případě by reálný domácí produkt nevzrostl a měnová politika by byla neúčinná. (Jindra, nedatováno)

### ***3.1.6.3. Časové zpoždění***

Centrální banka nedokáže vždy včas reagovat na ekonomický vývoj. Je to z důvodu, že statistická data nejsou dostupná okamžitě. Například po zjištění, že se ekonomika dostala do recese, se centrální banka rozhodne pro měnovou expansi a začne skupovat vládní cenné papíry, tím zvýší měnovou bázi a dojde k poklesu úrokové míry a k růstu investic a autonomních výdajů. To v důsledku povede k růstu ekonomiky. Mezi dobou, kdy centrální banka zaznamenala, že ekonomika je v recesi a jejími opatřeními pro zvrát však uplyne poměrně dlouhá doba a přijatá opatření se mohou projevit až v době, kdy se již ekonomika nenachází v recesi, ale v expansi. To by mohlo vést k nežádoucímu růstu inflace. Proto Centrální banky využívají prognózy. (Jindra, nedatováno)

## **3.2. Centrální Banka**

Už podle názvu Centrální banka můžeme poznat, že se jedná o banku, jejíž postavení je oproti ostatním - obchodním bankám v něčem speciální. Speciální v tom smyslu, že kromě základní funkce obecného finančního zprostředkovatele, provádí i jiné činnosti například emisní činnost (právo emitovat nové peníze a staré stahovat z oběhu). Tyto specifické funkce – jako základní se uvádějí emisní funkce, funkce vrcholného subjektu měnové politiky a funkce regulace bankovního systému mohou být přiděleny pouze jedné jediné bance, kterou to staví do výjimečné (nadřazené) pozice vůči ostatním bankám. Centrální banka je obvykle určena státem formou zákona a stát rovněž bývá v moderní ekonomice jejím vlastníkem, což vyplývá z jejího postavení ve finančním sektoru. V historii se však můžeme setkat i s případy, kdy tomu tak nebylo. Některé centrální banky vznikly například sloučením několika soukromých bank, kterým bylo přiděleno právo emitovat bankovky. (Pavlát, 2004)

### **3.2.1. Funkce centrální banky**

Základní funkce centrální banky můžeme rozdělit na mikroekonomické a makroekonomické. Mezi makroekonomické funkce patří provádění monetární politiky, emisní činnost a operace na devizovém trhu (kurzová politika centrální banky). Mezi mikroekonomické funkce spadá regulace a dohled nad bankovním systémem (stanovení základních povinností a pravidel činnosti bank fungující v rámci bankovní soustavy dané země), zajišťování platebního styku a vedení účtů vlády. Jako funkci centrální banky můžeme také zahrnout zastupování státu v zahraniční na poli monetární politiky. (Pavlát, 2004)

#### ***3.2.1.1. Emisní funkce***

Jedním z hlavních úkolů centrální banky v ekonomice je její povinnost a výsadní právo emitovat hotovostní peníze. Vztahuje se bankovky a v řadě zemí i na mince. V době, kdy ještě nebylo rozšířeno používání bezhotovostních peněz, mohla centrální banka ovlivňovat množství peněz v ekonomice celkem přesně. S rozšířením bezhotovostních peněz se možnosti centrální banky v tomto ohledu snižují. Proto význam této činnosti ustupuje do pozadí. (Revenda, 1999)

#### ***3.2.1.2. Banka bank***

Centrální banka se chová k ostatním bankám v zemi jako jejich bankéř. Vede jejich účty, přijímá od nich vklady, poskytuje jim úvěry a provádí mezibankovní (platební, zúčtovací a další) operace. (Revenda, a další, 2012)

Banky vkládají prostředky na účty v centrální bance trojího typu. Za prvé se jedná o povinné úložky v domácí měně takzvané povinné minimální rezervy. Pak také prostředky pro účely platebních a zúčtovacích operací prováděných centrální bankou a nakonec dobrovolné vklady neboli rezervy. (Revenda, a další, 2012)

Úvěry centrální banky jiným bankám představují peněžní emisi. Komerční banky poptávají tyto úvěry - za prvé, když je úroková míra (nejčastěji diskontní sazba) centrální banky tak nízká, že to pro ně představuje levný zdroj. Nízkou úrokovou mírou dostává centrální banka do oběhu víc peněz a peníze jsou celkově dostupnější i pro podniky a domácnosti (expansivní monetární politika). A za druhé, pokud mají banky problémy se

zajištěním dostatečné likvidity a úvěr od centrální banky může představovat poslední možnost k získání potřebných zdrojů (lender-of-last-resort). (Revenda, a další, 2012)

Mezibankovní platební a zúčtovací operace mohou v některých zemích, ne však v České republice, provádět vedle centrální banky také i jiné k tomu určené banky. (Revenda, a další, 2012)

### **3.2.1.3. Vrcholný subjekt měnové politiky**

Tato funkce vymezuje centrální bance odpovědnost za měnovou politiku země. Centrální banka je vrcholná měnová autorita země a je zaměřená, jak již bylo uvedeno, především na podporu cenové stability. Centrální banka měnovou politiku buďto pouze provádí ale, nerozhoduje o jejím konkrétním charakteru, nebo o ní rovněž rozhoduje v rozsahu stanoveném zákonem. V České republice a ve většině dalších zemí jsou centrální banky v měnové oblasti samostatné. (Revenda, a další, 2012)

### **3.2.1.4. Orgán bankovního dozoru a regulace**

Centrální banka je vrcholným orgánem bankovního dozoru a regulace. Její regulační činnost spočívá v podpoře efektivnosti, spolehlivosti a bezpečnosti fungování bankovní soustavy v dané zemi. Nástrojem pro tuto činnost je vydávání právních předpisů pro subjekty bankovní soustavy. V případě neplnění těchto předpisů hrozí obchodním bankám až ztráta bankovní licence a ukončení činnosti. Důvodem regulace a dohledu bank je podpora efektivnosti, bezpečnosti, spolehlivosti a hladkého fungování bankovního sektoru v zemi. (Kvizda, 1999) (Revenda, a další, 2012)

Rozsah regulace v posledních desetiletích výrazně rozrostl a tento nastolený trend bude pokračovat. Děje se tak, protože současně se vzrůstajícím významem finanční sféry v tržní ekonomice roste i její citlivost a zranitelnost. (Pavlát, 2004)

### **3.2.1.5. Banka státu**

Centrální banka jako banka státu provádí finanční operace pro vládu, ústřední státní orgány, orgány místní moci a regionální správy a také pro některé podniky veřejného sektoru. Pro míru činnosti centrální banky v této funkci je důležité její postavení v zemi a



také její míra závislosti na vládě. Jednou s operací, které centrální banka vykonává pro vládu je pokladní plnění státního rozpočtu. Jedná se o vedení účtu, inkasa, úhrady a další operace, které jsou třeba k hospodaření státního rozpočtu v daném roce. (Kvizda, 1999)

Centrální banka také může spravovat státní dluh. V tom případě poskytuje úvěry na jeho pokrytí a operuje se státními cennými papíry včetně správy emisí státních dluhopisů. Správou státního dluhu však bývají ve většině zemí pověřeny jiné instituce. A to z důvodu předcházení možným střetům zájmu s měnovou politikou. (Kvizda, 1999)

#### **3.2.1.5.1. Monetizace státního dluhu**

Do této funkce se již nezařazuje přímé úvěrování státu, jež je zakázáno. Půjčky státu jsou ve vyspělých zemích podmíněné úpisem státních cenných papírů a jejich prodáním na finančním trhu. Důvody zákazu jsou za prvé, že stát je výdajově limitován svými příjmy a objemem úvěru, který lze v podobě cenných papírů umístit na finanční trh. Příliš velký objem státních cenných papírů by trh buďto neakceptoval, a v případě že ano tak jen za pro stát velmi nevýhodnou cenu. Druhým důvodem je to, že státní cenné papíry jsou forma úvěru poskytnutá státu věřiteli, kterými jsou zatím jen tržní subjekty, zejména banky. To má vliv na měnovou stabilitu, protože zde nedochází ke změně množství peněz v oběhu, ale jen se přesunou již emitované peněžní prostředky od věřitelů ve prospěch státu. V aktivech bank jakožto věřitelů dojde k růstu položky - státní cenné papíry a ve stejném rozsahu k poklesu položky – rezervy a celková aktiva bank zůstanou nezměněny. V případě vstupu centrální banky na trh v pozici nakupujícího by docházelo k růstu objemu peněz v podobě rezerv bank a takzvané monetizaci státního dluhu. Díky inflačním rizikům monetizace státního dluhu bylo přímé úvěrování státu centrální bankou ve vyspělých zemích zakázáno a také vede k větší samostatnosti centrální banky. Centrální banka není povinna odkupovat státní dluhopisy, ve chvíli kdy emise nejsou plně akceptovány trhem. (Revenda, a další, 2012)

#### **3.2.1.5.2. Kvantitativní uvolňování**

Situace, kdy přece jen centrální banka nakupuje dlouhodobé státní dluhopisy, se nazývá kvantitativní uvolňování (anglicky quantitative easing). Ke kvantitativnímu uvolňování centrální banky přistupují, když se krátkodobá úroková míra dostane velmi blízko k nule a díky tomu zůstane operační prostor bank k vykonávání „klasické“ monetární politiky velice omezený. Při standardních operacích na měnovém trhu se

centrální banka zaměřuje na aktiva s krátkodobější maturitou, oproti tomu při aplikaci politiky kvalitativního uvolňování se centrální banka snaží, pomocí nákupu dlouhodobějších dluhopisů tlačit na pokles úrokových měr. Činí tak z několika důvodů. Za prvé nízké úrokové míry mohou zvyšovat inflaci, a tím pádem mohou pomoci centrální bance naplnit jeden z jejích primárních cílů a tedy - dosáhnout určeného inflačního cíle. Dalším důvodem je stimulace reálné ekonomiky díky zvýšené likviditě obchodních bank a díky nízké úrokové míře zvýšené poptávky po úvěrech ze strany podniků. (Kozelský, a další, 2016)

### **3.2.1.6. Správa devizových rezerv**

Správa devizových rezerv je jednou z hlavních činností centrální banky. Centrální banka se snaží zabezpečit, aby nedocházelo k poruchám v platebním styku se zahraničím, tedy k ohrožení devizové likvidity. Dále se snaží zabránit nežádoucím pohybům měnového kurzu. Devizovou likviditu centrální banka zabezpečuje držením devizových rezerv ve vhodné výši a struktuře. Centrální banka s devizovými rezervami obchoduje na devizovém trhu a pomocí takzvaného hedgingu se snaží zabezpečit proti poklesu hodnoty devizových rezerv. Centrální banka zajišťuje, aby pro potřeby zahraničního obchodu byly k dispozici devizové prostředky a směna zboží a služeb probíhala hladce. Centrální banka kvůli tomu sleduje vývoj platební bilance země a provádí vlastní analýzy jejího budoucího vývoje aby zajistila, že struktura devizových rezerv odpovídá struktuře vývozu a dovozu dané země. Centrální banka také prostředky, které bezprostředně nepotřebuje, investuje do zahraničních cenných papírů a přijímá a poskytuje úvěry zahraničním bankám za účelem zisku. V neposlední řadě také centrální banka pomocí devizových rezerv ovlivňuje úroveň a vývoj měnového kursu domácí měny k zahraničním – těmto operacím se říká kurzové či devizové intervence. Tyto intervence vstupují do hry, zejména pokud je stanoven pevný měnový kurs a ten se vychyluje od vymezených hodnot. (Revenda, a další, 2012)

Tato funkce se rozvinula zejména v 20. století, kdy státy v důsledku světových válek, ale i hospodářské krize v třicátých letech, musely přísně regulovat devizové hospodářství a platební styk se zahraničím. Díky velkému dosahu měnových a devizových problémů vzrůstala snaha o navázání a prohlubování mezinárodní spolupráce v této oblasti, což vyústilo po konci druhé světové války ve vznik řady nových mezinárodních institucí zejména Světové banky a Mezinárodního měnového fondu. (Pavlát, 2004)

### **3.2.2. Nezávislost centrální banky**

Jedním z předpokladů fungování měnové politiky je samostatnost centrálních bank. Ta bývá někdy rozdělena na dvě části – samotnou měnovou politiku a bankovní regulaci a dohled. V případě, že je centrální banka závislá na vládních rozhodnutích, může dojít k populistické inflační politice, kdy vláda donutí centrální banku k zvýšené emisi peněz případně snížení úrokových sazeb s vidinou získání nových voličů díky například snížené nezaměstnanosti. V tomto případě by měnová politika ztratila účinnost vzhledem ke svému cíli stability cenové hladiny. Toto nebezpečí zneužití politických tlaků v měnové oblasti vedlo v 80. a 90. letech 20. století k výraznému nárůstu míry samostatnosti centrálních bank ve světě. (Revenda, a další, 2012)

Míra samostatnosti centrálních bank se ve světě liší. Rozdíly se týkají cílové samostatnosti, která se týká rozhodování o cílech měnové politiky. V některých zemích mají banky větší stupeň autonomie a rozhodují o cílech i způsobu dosažení cílů své měnové politiky samostatně – např. Česká národní banka, Evropská centrální banka, v dalších zemích jsou cíle centrální bance zadávány státem - například Velká Británie, a v některých dochází k dohodě mezi vládou a centrální bankou - například Nový Zéland. Samostatnost centrální banky je úzce spojená s problémem její transparentnosti. V případě velké autonomie má centrální banka povinnost podrobně vysvětlovat své záměry a postupy široké veřejnosti. Včetně hlasování jednotlivých členů vedení o otázkách měnové politiky. (Revenda, a další, 2012)

### **3.3. Česká národní banka**

V České republice vykonává funkci centrální banky Česká národní banka. Byla zřízena ústavou České republiky a její činnost je definována zákonem č. 6/1993 Sb. o České národní bance. (Česká národní banka, nedatováno b)

Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je Bankovní rada České národní banky. Bankovní radu tvoří guvernér, dva viceguvernéři a čtyři další členové bankovní rady. (Česká národní banka, nedatováno c)

Česká národní banka je ústřední bankou České republiky, orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem a orgánem příslušným k řešení krize. Hlavním cílem podle zákona o České národní bance je péče o finanční stabilitu a o bezpečné fungování

finančního systému v České republice. To v praxi znamená, že by růst cenové hladiny měl být natolik malý, předvídatelný a postupný, aby nenarušil plánování a rozhodování podniků a domácností. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl tak Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie. Česká národní banka musí jednat v souladu se zásadami otevřeného tržního hospodářství. (Zákon o České národní bance)

V souladu se svým hlavním cílem ČNB určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí a dohlíží na platební styk, peněžní dohled a zúčtování bank. Vykonává dohled nad osobami působícími na finančním trhu. K zajištění stanovených cílů také zpracovává a zaznamenává statistická data. Jakožto centrální banka České Republiky poskytuje Česká národní banka bankovní služby státu. Podle dohody s Ministerstvem financí ČR provádí v souladu s rozpočtovými pravidly operace, které jsou spojené s emisemi státních dluhopisů a investicemi na finančních trzích. (Česká národní banka, nedatováno a)

### **3.3.1. Nástroje Monetární politiky České národní banky**

Základním nástrojem centrálních bank je určování měnově politické úrokové míry operacemi na volném trhu. Některé učebnice ekonomie přidávají k nástrojům měnové politiky i opatření, která dovolují centrální bance měnit výši měnové báze a ovládat peněžní zásobu. Dalším důležitým nástrojem měnové politiky je řízení úrovně měnového kurzu skrze intervence na devizovém trhu. (Frait, nedatováno)

#### **3.3.1.1. Operace na volném trhu**

Podstata operací na volném trhu spočívá v nákupech a prodejkách krátkodobých cenných papírů mezi centrální bankou a dalšími bankami. Provádějí se vždy bezhotovostně a pomocí nich se ČNB snaží usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice. V největším procentu jsou měnové operace České národní banky prováděny formou repo operací. Podle cíle a pravidelnosti těchto operací je dělíme na tři nástroje. (Česká národní banka, nedatováno d)

Hlavní měnový nástroj má podobu repo operací prováděných v podobě tendrů. Repo operace mohou být v závislosti na směru dvojího typu buď stahovací anebo dodávací. U stahovacích ČNB přijme od bank nadbytečnou likviditu a v zástavě za to

bankám poskytne dohodnuté cenné papíry. Zároveň se obě strany transakce zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, při které Česká centrální banka jakožto dlužník vrátí zapůjčenou částku zvýšenou o úrok a obchodní banka jako věřitel dohodnuté cenné papíry. U dodávací transakce si ČNB a obchodní banka role vymění. Jako základní doba u těchto operací je stanoveno 14 dní. Díky tomu je 14 denní repo sazba (2T repo sazba) chápána v měnové politice jako klíčová. Úloha těchto repo tendrů je především k odčerpávání likvidity z bankovního sektoru a tedy změna měnové báze. Vyhlášená dvoutýdenní repo sazba slouží jako horní limitní hranice a banky jsou vypořádány aukčním systémem a tedy mají přednost nabídky s nižší úrokovou sazbou. V případě, že je objem požadovaný bankami větší než predikovaný přebytek likvidity, tak Česká národní banka nabídky s nejvyšší úrokovou sazbou nepřijme anebo proporcionálně zkrátí. Repo tendr je obvykle vyhlašován třikrát týdně. (Česká národní banka, nedatováno d)

Doplňkovým nástrojem je tříměsíční repo tendr, ve kterém ČNB přijímá likviditu za poslední tři měsíce. Tento tendr stejně jako dvoutýdenní probíhá aukčním způsobem. Tříměsíční repo sazbu neurčuje ČNB, nýbrž se jedná o aktuální sazbu na peněžním trhu v době tendru. Tento nástroj není v současné době Českou národní bankou využíván. Naposledy byl vypsán v lednu 2001.

V nečekaných výkyvech v měnové bázi trhu používá ČNB tzv. nástroje jemného ladění, což jsou jiné než repo operace s cennými papíry nebo s devizami. (Česká národní banka, nedatováno d)

### ***3.3.1.2. Automatické facility***

Automatické facility slouží k regulaci úrokové míry. Spočívají v poskytování či ukládání likvidity přes noc. Z hlediska bank se jedná o permanentní možnost uložení či zapůjčení peněz a proto úroková míra používaná u těchto facility vytváří rozmezí, v němž se pohybují krátkodobé úrokové míry na peněžním trhu, mimo jiných také dvoutýdenní 2T repo sazba. (Česká národní banka, nedatováno d)

Depozitní facility dává bankám možnosti uložení přebytečné likvidity u ČNB přes noc. Minimální objem transakce u depozitních facility je 10 milionů korun. Vklady jsou úročeny diskontní sazbou, která proto představuje dolní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na finančním trhu. (Česká národní banka, nedatováno d)

Marginální zápůjční facility dává bankám, které mají s Českou národní bankou uzavřenou rámcovou repo smlouvu možnost vypůjčení likvidity přes noc prostřednictvím repo operace. Minimální objem této transakce je 10 milionů korun a je úročena lombardní sazbou. Díky trvajícimu přebytku likvidity je zápůjční facility využívána jen výjimečně. Lombardní sazba určuje horní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na finančním trhu. Česká národní banka má právo z mimořádných měnově politických důvodů dočasně omezit či dokonce úplně poskytování lombardních úvěrů zastavit. (Česká národní banka, nedatováno d)

### **3.3.1.3. *Mimořádné facility***

Česká národní banka na podzim roku 2008 během globální finanční krize zavedla s úmyslem podpořit fungování trhu se státními dluhopisy mimořádné dodávací repo operace s dvoutýdenní a tříměsíční splatností. Od ledna 2001 zůstala v platnosti pouze repo operace s dvoutýdenní splatností. (Česká národní banka, nedatováno h)

### **3.3.1.4. *Povinné minimální rezervy***

Povinné minimální rezervy jsou povinně vytvářené vklady bank u centrální banky, pomocí kterých může česká národní banka ovlivňovat objem likvidity v bankovním systému. V našich ekonomických podmínkách, kde převládá výrazný přebytek likvidity, tato funkce ustupuje do pozadí a povinné minimální rezervy slouží hlavně k zajištění bezproblémového a plynulého mezibankovního platebního styku. Jedná se o pasiva České národní banky a aktiva obchodních bank. Jejich výše je dána procentní sazbou z vkladů domácích nebankovních subjektů u bank. Podle zákona o České národní bance je každá obchodní banka povinna držet na svém účtu u ČNB určitý, předem stanovený objem peněz. V současné době je tento objem stanoven na 2% ze základny pro výpočet povinných minimálních rezerv. Tato základna je tvořena objemem primárních závazků dané banky vůči nebankovním subjektům, jejichž splatnost není větší než 2 roky. Banky jsou povinny udržovat na účtech vedených u České národní banky, které jsou určeny k plnění povinných minimálních rezerv, denní zůstatek, který musí být v průměru za udržovací období minimálně tak velký jako stanovené povinné minimálně rezervy pro toto období. Od 12. 7. 2001 jsou bankám prostředky na těchto účtech úročeny dvoutýdenní 2T repo sazbou. (Česká národní banka, nedatováno d)

Z důvodu umožnění plynulého mezibankovního platebního styku existuje kolaterální vnitrodenní úvěrová facilitata, skrze kterou Česká národní banka v průběhu dne poskytuje bankám krátkodobé úvěry tak, aby i v případě neočekávaného nedostatku likvidity byly banky schopny plynule provádět platby. Tento vnitrodenní úvěr je poskytován s úrokovou sazbou 0%, avšak v případě nesplacení přejde automaticky v marginální zápůjční facilitu. (Česká národní banka, nedatováno d)

### **3.3.1.5. Devizové intervence**

Devizové intervence spočívají v nákupech a prodejkách cizích měn za českou korunu na devizovém trhu prováděné Českou národní bankou a mají za cíl tlumení výkyvů na měnovém trhu anebo zpřísnění či uvolnění měnové politiky. V režimu cílování inflace nejsou devizové intervence standardním nástrojem, ale za jistých okolností se využívají. Například v případě poklesu úrokové míry velmi blízko k nule, kdy je možné oslabením domácí měny dosáhnout kýženého uvolnění měnové politiky. Příkladem budiž podzim 2013, kdy bankovní rada České národní banky přijala kurzový závazek intervenovat na devizovém trhu s cílem držet kurz koruny vůči euru kolem 27 korun za euro. (Česká národní banka, nedatováno d)

### **3.3.2. Režimy měnové politiky**

Centrální banky se snaží dosáhnout svého cíle v rámci určitého měnově politického režimu. Základní měnově politické režimy jsou čtyři, a to:

- režim s implicitní nominální kotvou,
- cílování peněžní zásoby,
- cílování měnového kurzu,
- cílování inflace.

Základní rozdíly mezi těmito režimy jsou ve stanoveném konečném cíli měnové ekonomiky. Měnověpolitický režim dává centrálním bankám strukturu, podle které řídí měnověpolitické rozhodování a jeho interpretaci veřejnosti. (Česká národní banka, nedatováno e)

#### **3.3.2.1. Režim s implicitní nominální kotvou**

V režimu s implicitní nominální kotvou centrální banka interně určí makroekonomickou veličinu a její hodnotu, kterou se bude snažit svou měnovou politikou

ovlivňovat, aniž by tento cíl explicitně vyhlásila. Nutným předpokladem pro fungování tohoto měnového režimu je velká důvěryhodnost centrální banky, která povede k žádoucím změnám v inflaci a k pozitivnímu inflačnímu očekávání i bez veřejně vyhlášených cílů. (Česká národní banka, nedatováno e)

### **3.3.2.2. Cílování měnové zásoby**

Při uplatňování režimu cílování měnové zásoby se centrální banka soustřeďuje na tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Vychází se zde z teorie, že existuje vazba mezi měnovou zásobou a inflací. Tedy, že růst cen je v dlouhém období ovlivňován vývojem peněžní nabídky. Zrádností tohoto měnového režimu, může být výběr vhodného peněžního agregátu. V dnešní době elektronizace a globalizace finančních trhů je vazba mezi peněžními agregáty a inflací rozvolněná. Dalším problémem může být, že centrální banka nemusí zvolený agregát řídit dostatečně přesně. (Česká národní banka, nedatováno e)

### **3.3.2.3. Cílování měnového kurzu**

Tento měnový režim spočívá ve snaze centrální banky zajistit stabilní nominální měnový kurz vůči měně kotevní země s cílem přenesení měnové stability této země. Aby se tento měnový závazek centrální bance podařilo naplnit, musí zvolit vhodnou kombinaci makroekonomických politik a nástrojů zajišťujících nízký inflační diferenciál vůči zemi, jejíž měnu se snaží kotvit. Musí disponovat dostatečnými devizovými rezervami a musí udržet dostatečnou konkurenceschopnost a důvěryhodnost země nevyjímaje politickou a právní stabilitu. Nevýhodou je, že v tomto režimu přestává být měnová politika autonomní. (Česká národní banka, nedatováno e)

### **3.3.2.4. Cílování inflace**

Při praktikování měnového režimu cílování inflace vyhlásí centrální banka s předstihem a veřejně inflační cíl, který se bude snažit držet.

Cílování inflace odráží širokou shodu ekonomů, že hlavním cílem měnové politiky by měla být cenová stabilita – tedy stabilní a nízká míra inflace. Základním měnověpolitickým nástrojem při prosazování inflačních cílů je ten, který může centrální banka nejlépe ovlivnit, a tedy krátkodobá úroková míra. Centrální banky v tomto režimu stanovují explicitní numerický cíl pro inflaci a to v podobě procentního bodu nebo intervalu. Ve většině vyspělých zemí je střední bod inflačního cíle nastaven kolem 2% a



inflační koridor je plus mínus 1% kolem tohoto bodu. Evropská centrální banka hodnotí cenovou stabilitu jako ideální při inflaci dosahující těsně pod 2% (cílování inflace Evropskou centrální bankou na tuto hranici, není explicitně vyhlášený cíl). Veřejný závazek centrální banky ve formě inflačního cíle pozitivně ovlivňuje inflační očekávání zúčastněných subjektů. (Palouček, 2006)

Důvodem, proč centrální banky často stanovují inflační cíle ve formě pásem, je výskyt takzvaných inflačních šoků, které mohou inflaci dočasně vychýlit od cílové hodnoty (prudké změny cen některých surovin, či změna daní) (Palouček, 2006)

### **3.3.2.5. Cílování inflace ČNB**

V prosinci roku 1997 se bankovní rada České národní banky usnesla na změně režimu měnové politiky a přešla stejně jako ostatní vyspělé státy k cílování inflace. Tím nezměnila svůj hlavní cíl, ale změnila tím způsob jakým ho dosáhnout. Jak již bylo zmíněno, režim cílování inflace spočívá ve veřejném explicitním vyhlášení inflačního cíle (případně posloupnosti cílů). Bankovní rada k naplnění stanoveného inflačního cíle využívá prognózu České národní banky. Po důkladné analýze velikosti rizika možného nenaplnění této prognózy, hlasuje o tom, jak a jestli změni nastavení měnověpolitických nástrojů. Změnou nastavení měnověpolitických nástrojů banka reaguje na vnější inflační a deflacionární tlaky a snaží se inflaci udržet ve vymezených mezích. (Palouček, 2006)

### **3.3.3. Prognóza ČNB**

Česká národní banka používá k rozhodování o své měnové politice makroekonomickou prognózu ČNB. Ta je stěžejním podkladem pro rozhodování bankovní rady ČNB. Představuje souhrn očekávání odborníků ČNB na nejpravděpodobnější budoucí vývoj jak domácí, tak zahraniční ekonomiky i se zohledněním chování samotné centrální banky. Na jejím vypracování se podílí rozsáhlý tým specialistů, který funguje v rámci predikčního týmu ČNB. Tvorba prognózy trvá přibližně jeden měsíc a je vytvářena na sérii schůzí predikčního týmu. Následně se prognóza vloží do predikčního modelu tvořeného desítkami rovnic, které popisují stěžejní vztahy uvnitř české ekonomiky a její vztahy k vývoji zahraniční ekonomiky. Mezi těmito rovnicemi je i rovnice modelující reakci krátkodobé úrokové míry na budoucí ekonomický vývoj. Tato rovnice zabezpečuje budoucí návrat ekonomiky k rovnováze a postupnému přibližování k inflačnímu cíli. Předpovědi, kterou predikční model vytvoří, se opět zabývá predikční tým a vede debatu o

případných expertních úpravách. Výsledná prognóza se vytváří na střednědobý rámec a má tedy podobu modelového přístupu s doplněním o expertní posudek. Je v ní stanoven nejpravděpodobnější možný scénář budoucího vývoje a jsou zanalyzována také hlavní rizika a nejistoty. Základní scénář je popsán ve zprávě o inflaci. Ta se vytváří v takzvaném horizontu měnové politiky (12 – 18 měsíců dopředu) a má hlavní vliv na nastavení úrokových sazeb. Zpráva o inflaci je vydávána od roku 1998 čtyři krát ročně a je volně dostupná na stránkách České národní banky. (Česká národní banka, nedatováno f)

## 4. Inflace

Inflace je nejčastěji veřejností chápána jako růst cenové hladiny v dané ekonomice. Ekonomové jakými byli například F. A. Hayek nebo M. Friedman definovali inflaci jako dlouhodobý růst cenové hladiny vyvolaný nadměrnou emisí peněz. (Revenda, a další, 2012)

V České republice se inflace měří pomocí indexu spotřebitelských cen (CPI), který vyjadřuje cenovou hladinu na základě takzvaného spotřebního koše, který se skládá z přibližně 800 položek spotřebovávaných průměrnou českou domácností. Každá položka ze spotřebního koše má přidělenou fixní váhu. Nevýhodou systému spotřebního koše je jeho konstantnost v čase. Index spotřebitelských cen nezahrnuje nové výrobky zaváděné do spotřeby (přestože mohou být důležitou složkou výdajů domácností). Další nevýhodou je nezohlednění technických vylepšení a zlepšení kvality výrobků, které se mohou projevit na ceně. (Soukup, a další, 2010)

Optimální výše inflace se podle ekonomů pohybuje někde na úrovni kolem dvou procent. Takováto výše inflace je podle ekonomů lepší než deflace (záporná inflace) a dokonce lepší i než inflace nulová. V případě záporné inflace bude sice docházet k zhodnocování peněz v držení občanů takzvaně pod polštářem, ale to bude mít vliv na neochotu lidí půjčovat peníze, a to se odrazí na nízké míře investic a povede k odkládání spotřeby. Jinými slovy každá vypůjčená koruna by pro dlužníka s postupem času znamenala stále větší finanční zátěž a to by mohlo mít za následek krach řady jinak „zdravých“ podniků. Nulová hodnota jako optimální výše inflace je nevhodná z důvodu neúplně dokonalého měření inflace a tak by hrozily výkyvy inflace do záporných hodnot.

Kladem mírného růstu inflace na úrovni přibližně zmiňovaných dvou procent je například možnost podniků v případě nutnosti snížit mzdy zaměstnanců, pomocí samovolného snížení mezd díky inflaci vlivem působení času. V případě nulové inflace by podniky musely přistoupit k faktickému snížení mezd, což by podle ekonomů pravděpodobně vyústilo ve velkou nespokojenost zaměstnanců a možné stávky a s tím spojené negativní dopady na ekonomiku (Inflace je užitečná, 2005).

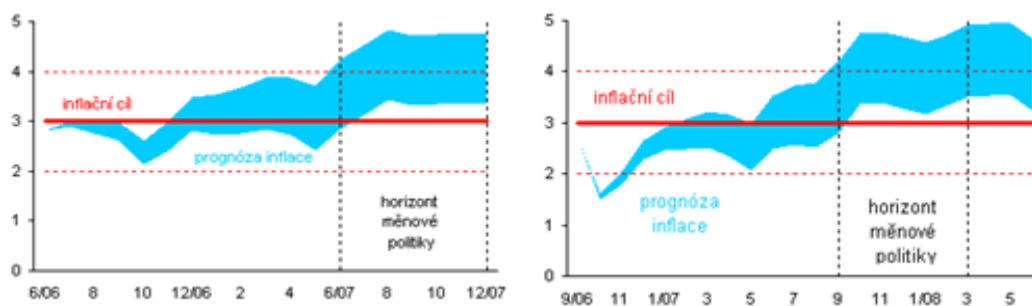
## 5. Praktická část

### 5.1. Rok 2006

Česká národní banka definovala témata, kterými se řídila v roce 2006 v dokumentech Výzvy pro českou národní banku na období 2005 – 2010 a Střednědobá koncepce ČNB na období 2005 – 2010, které byly schváleny bankovní radou již v roce 2004. Díky vstupu České republiky 1. května 2004 do Evropské Unie, a tím pádem České národní banky do Evropského systému centrálních bank (ESCB) se aktuální výzvy ČNB týkaly nejen činností spojených s dohledem nad finančním trhem a jeho regulací, ale také úkolů České národní banky jako reprezentanta české republiky v evropském kontextu. Jako hlavní cíl podle těchto dokumentů byla pro tyto roky stanovena stabilizace inflace na hladině vymezené inflačním cílem a dále také úzká spolupráce s vládou při vytváření podmínek pro hladké přijetí eura a stabilní rozvoj České ekonomiky v rámci měnové unie. (Česká národní banka, 2006)

Hlavní cíl měnové politiky byl udržet cenovou stabilitu na úrovni vytvořené inflačním cílem, který byl pro rok 2006 stanoven ve výši 3%. Česká národní banka usilovala o to, aby se skutečná inflace nelišila od tohoto cíle o více než 1% na obě strany. Tento cíl byl stanoven v předstihu již v roce 2004. (Česká národní banka, 2006)

Graf 1 Prognózy inflace ČNB z července a října 2006



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

Prognózy inflace, podle kterých Česká národní banka řídila svoji měnovou politiku v roce 2006, předpokládaly (jak můžeme vidět v grafu č. 1) postupný růst inflace v následujících letech (2007 a 2008). Vycházely zejména z trendu zvyšování regulovaných cen a z dopadů zvyšování spotřební daně na tabákové výrobky. Zohledněno bylo také očekávané slábnutí koruny a uvolněné chování fiskální politiky. Podle těchto prognóz tedy

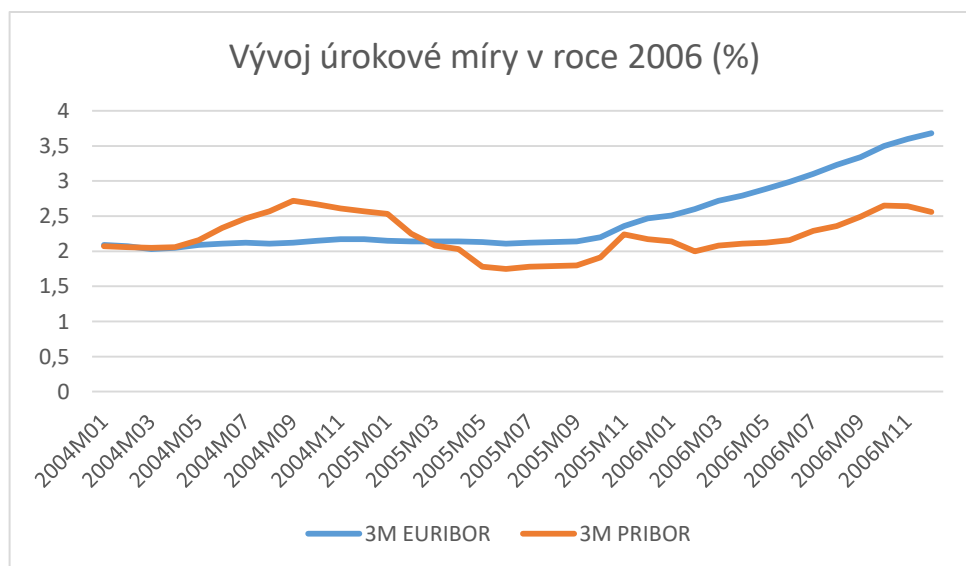
centrální banka musela v souladu se svoji určenou měnovou politikou sáhnout k postupnému zvyšování úrokové míry, což můžeme vidět v tabulce číslo 1. Hlavní úroková 2T Repo sazba byla v souladu s prognózami zvýšena ve dvou krocích, a to koncem července a koncem září. Celkově byla zvýšena o půl procentního bodu. Na konci roku 2006 dosahovala úrovně 2,50 %.

**Tabulka 1** Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)

Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
31.10.2005	2,00	1,00	3,00
28.07.2006	2,25	1,25	3,25
29.09.2006	2,50	1,50	3,50

Domácí úrokové sazby, které jsou v grafu č. 2 zastoupeny tříměsíční sazbou pro mezibankovní finanční transakce PRIBOR, se pohybovaly stejně jako v roce 2005 pod úrovní jejich evropského ekvivalentu EURIBOR. Rozdíl mezi těmito sazbami v průběhu roku rostl.

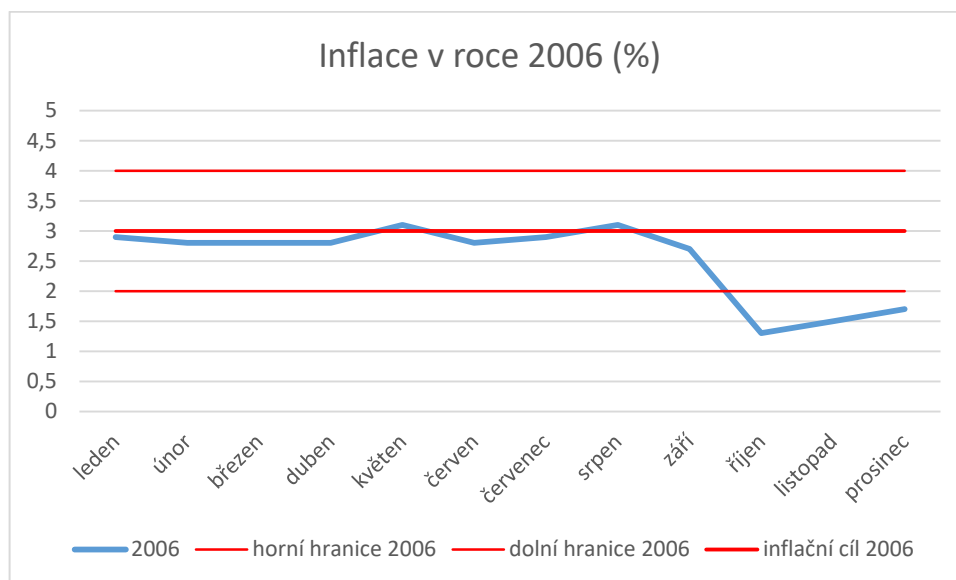
**Graf 2** Vývoj úrokové míry v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



Meziroční růst inflace byl v prvních třech čtvrtletích poměrně stabilní a pohyboval se, jak dokazuje graf č. 3, ve vytyčeném inflačním pásmu. V prvních třech čtvrtletích se růst inflace pohyboval mezi 2,7 až 3,1 procenty. V říjnu ale klesl zejména díky zpomalení meziročního růstu regulovaných cen (zejména cen energií a paliva) na 1,3 procenta a do

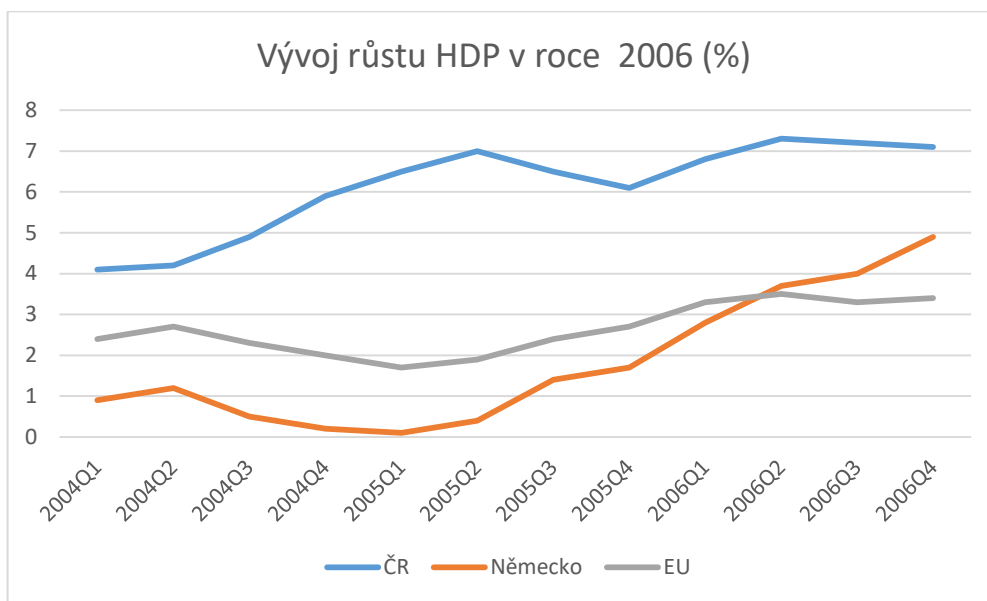
konce roku se již do vytyčeného inflačního pásma nevrátil. Tento pád souvisel s ekonomickým vývojem světových cen na trzích s energiemi.

**Graf 3 Vývoj inflace v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**

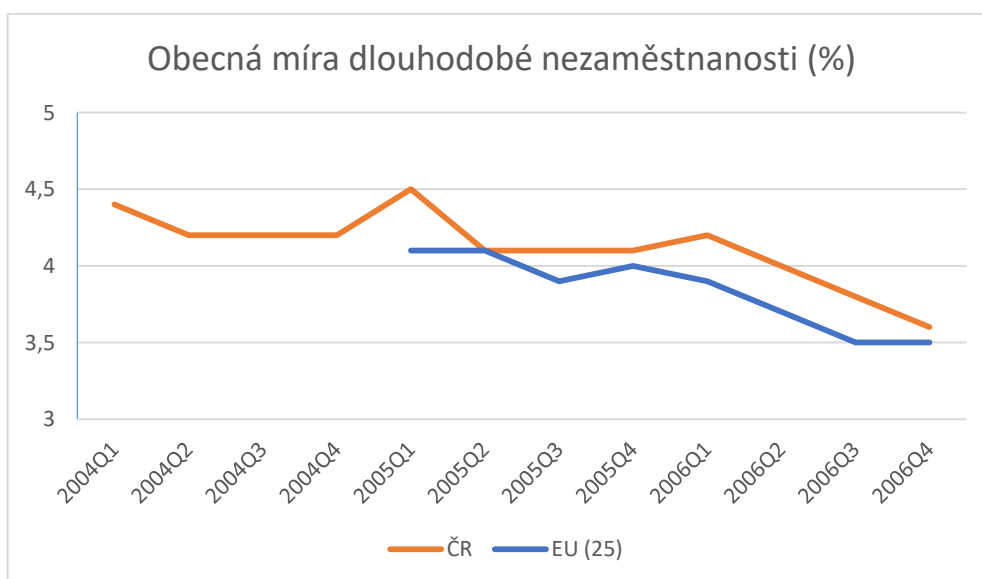


Meziroční růst ekonomiky ČR pokračoval v úspěšném trendu z minulých let a držel se zhruba o procento výše než v roce 2005, tedy kolem 7%. V porovnání s minulým rokem klesl podíl zahraničního obchodu (vývoz zboží a služeb klesl o 4% a dovoz o 1,4%) i přesto se stále držel na poměrně vysoké úrovni. Vliv na růst HDP měl hlavně růst změny stavu zásob, fixních investic a růst celkové spotřeby obyvatelstva. Díky celkovému růstu ekonomiky (celkové tržby ve službách vzrostly o 4,6%, v průmyslu dokonce o 8,5%, jediný pokles byl zaznamenán v tržbách v zemědělství, a to 3,7%) klesala celková míra nezaměstnanosti a to ze 7,9% na 7,1%.

**Graf 4 Vývoj růstu HDP v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



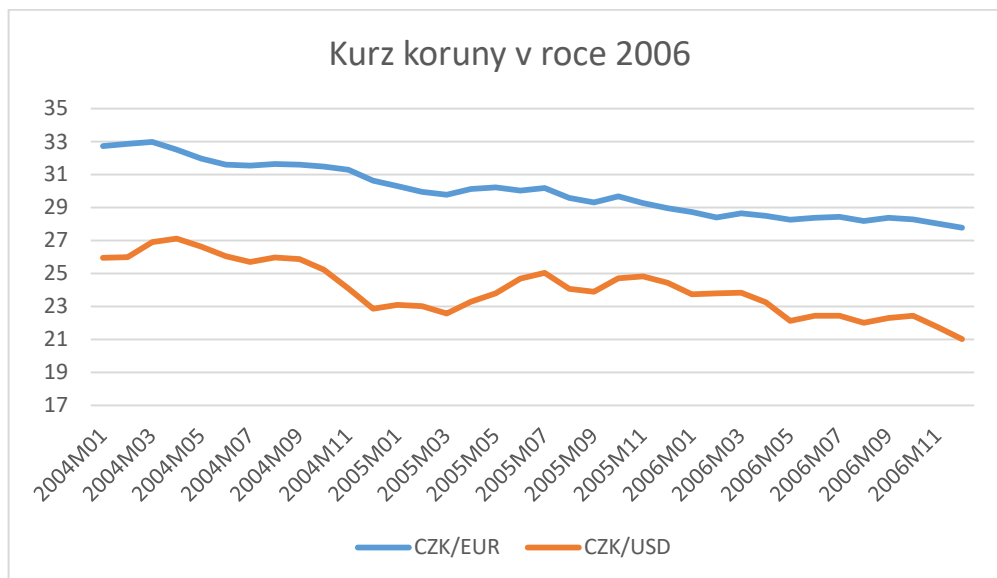
**Graf 5 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Přestože úroková sazba byla v ČR poměrně o dost nižší než v eurozóně (o přibližně 1%), tak nominální kurz koruny vůči euru posiloval. Depřiciační působení nižší úrokové míry bylo přebyto očekávaným ekonomickým růstem, a tím i rostoucí atraktivností středoevropského regionu pro investory. Silnější koruna tlumila růst inflace a pomohla

zmírnit vliv růstu cen energie na světových trzích na cenovou hladinu. Česká národní banka v roce 2006 neintervenovala na devizových trzích.

**Graf 6** Vývoj kurzu koruny v roce 2006 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



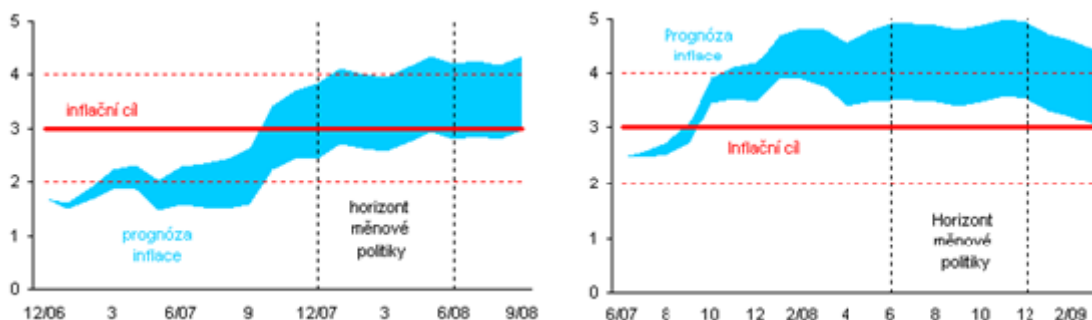
Česká národní banka ve spolupráci s Ministerstvem financí v ČR po vyhodnocení plnění Maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladnosti ČR s eurozónou doporučila neusilovat v roce 2007 o vstupu do mechanismu ERM II. (Česká národní banka, 2006)

## 5.2. Rok 2007

Inflační prognóza vydaná v lednu 2007 (graf č. 7 - levá strana) již nepočítala s tak vysokou budoucí inflací jako prognóza z roku 2006. Důvodem byla nižší než očekávaná inflace v posledním čtvrtletí roku 2006 a také posílení koruny a snížení dalších proinflačních tlaků z reálné ekonomiky. Další prognózy vydané později v roce 2007 naopak naznačovaly růst inflace v nadcházejícím roce. Ty se opíraly o jednorázové zvýšení inflace z důvodu růstu daní a růstu regulovaných cen. Prognózy pak očekávaly opětovný pokles inflace do vytyčeného pásma po odeznění těchto proinflačních tlaků.



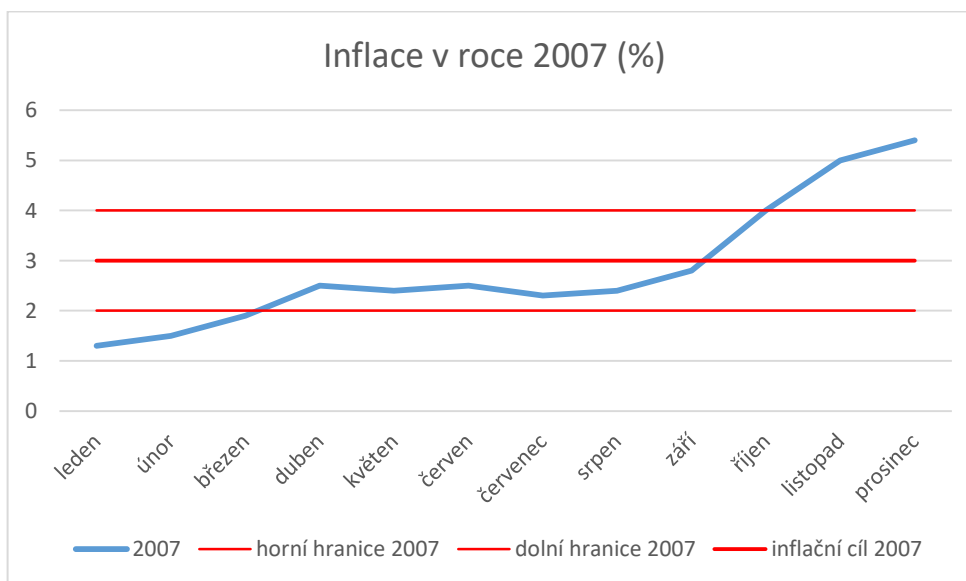
**Graf 7 Prognózy inflace ČNB z ledna a října 2007**



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

Inflační cíl pro rok 2007 byl stejně jako v předešlém roce stanoven na hodnotě 3 % s tolerančním pásmem  $\pm 1$  %. Inflace od počátku roku postupně rostla a přibližovala se inflačnímu cíli. Avšak v posledním čtvrtletí díky rostoucím cenám potravin a regulovaných cen meziroční vývoj spotřebitelských cen poměrně výrazně vzrostl a dostal se až nad vytyčené toleranční pásmo. (Česká národní banka, nedatováno g)

**Graf 8 Vývoj inflace v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



Výkyv inflace z posledního čtvrtletí hodnotili analytici ČNB jako dočasný výkyv, který byl spuštěn několika souběžnými jednorázovými faktory a očekávali jeho odeznění v horizontu jednoho roku a postupné navrácení inflace k vytyčeným hodnotám. (Česká národní banka, 2007)

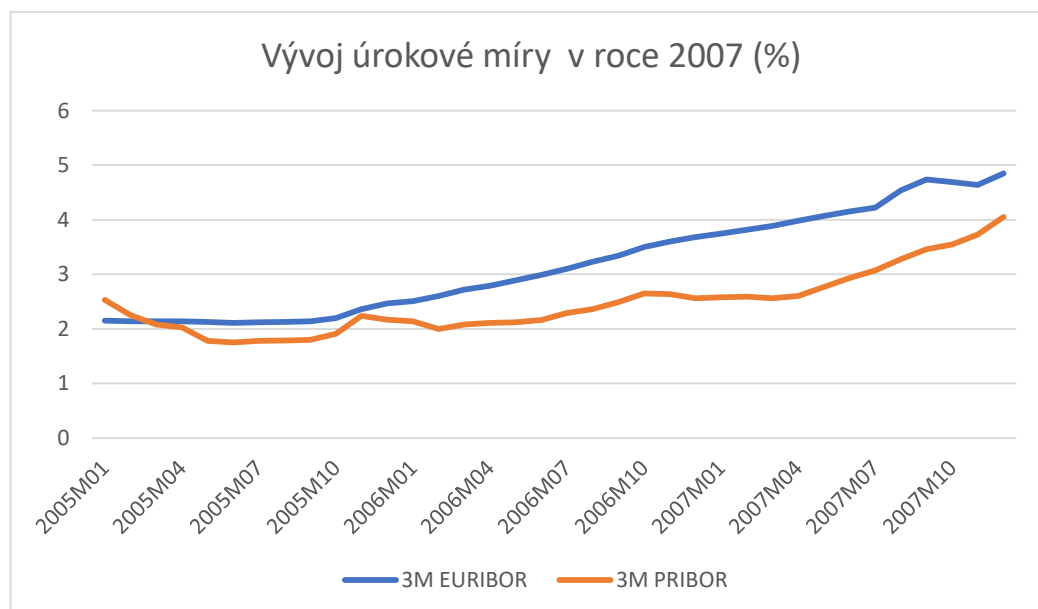
ČNB prostřednictvím svých nástrojů reagovala na inflační prognózy v první polovině roku nezvyšováním své hlavní úrokové sazby a v druhé polovině roku v reakci na očekávaný růst inflace jejím postupným zvyšováním. Celkem v roce 2007 vzrostla 2T Repo sazba o 1 %.

**Tabulka 2 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)**

Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
29.09.2006	2,50	1,50	3,50
01.06.2007	2,75	1,75	3,75
27.07.2007	3,00	2,00	4,00
31.08.2007	3,25	2,25	4,25
30.11.2007	3,50	2,50	4,50

Domácí úrokové sazby zůstaly stejně jako v roce 2006 pod hodnotou sazeb v eurozóně. Ke konci roku se společně se zvyšováním 2T repo sazby tento rozdíl zmenšoval.

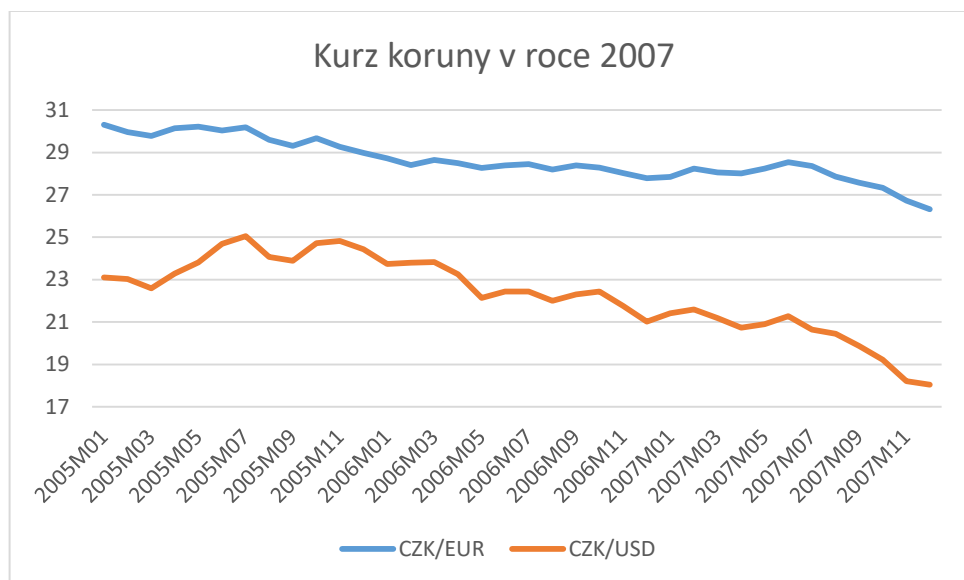
**Graf 9 Vývoj úrokové míry v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Kurz koruny vůči euru v první polovině roku 2007 lehce oslaboval, ale s blížícím se koncem roku z důvodu zvyšujících se úrokových sazeb posiloval, a tím mírnil inflační tendence. Na posílení koruny se podílely i turbulence na světovém trhu a vnímání české

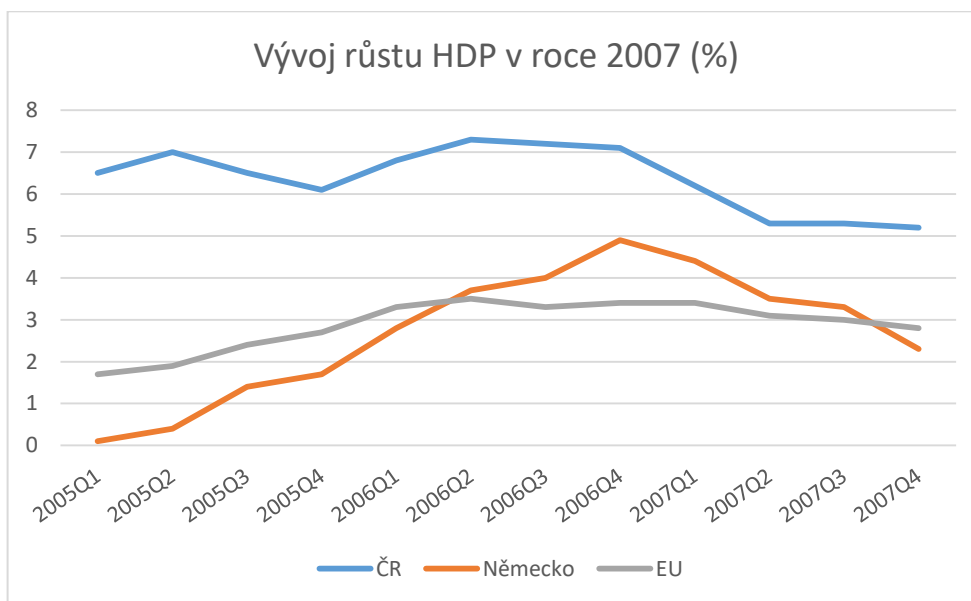
koruny jako poměrně „bezpečné“ měny. Panovala obava, že toto posílení koruny spolu s klesající externí poptávkou povede v negativní dopad na české exportéry. ČNB v roce 2007 neintervenovala na devizovém trhu. (Česká národní banka, 2007)

**Graf 10 Vývoj kurzu koruny v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**

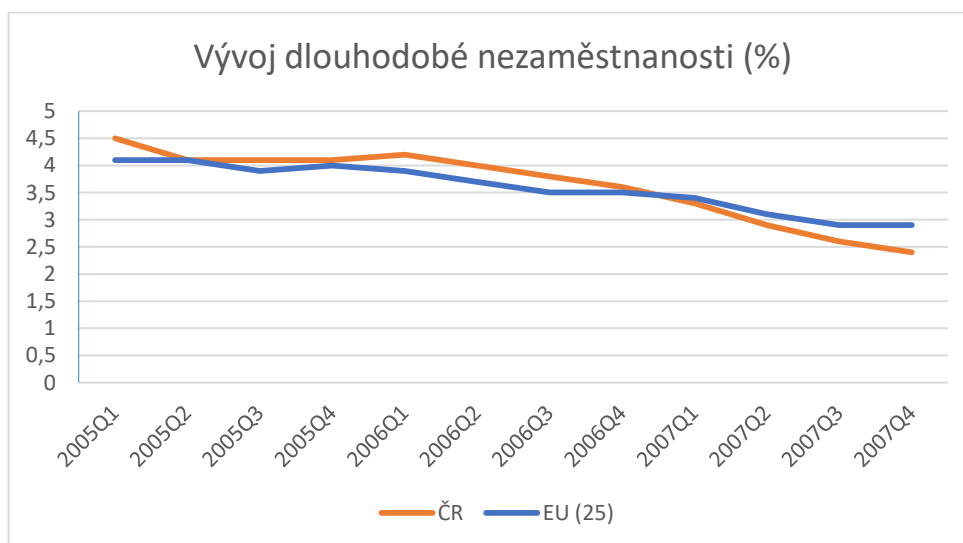


Ekonomika v roce 2007 pokračovala v růstu. Růst HDP se udržel nad pětiprocentní hranicí. To vedlo k vytváření nových pracovních míst a k výraznému poklesu nezaměstnanosti. Ke konci roku se, jak můžeme vidět v grafu č. 11, již objevily signály o budoucím zpomalení ekonomického růstu. Prognóza ČNB očekávala pokles růstu HDP v následujících dvou letech. Největší vlivem měl být pokles reálných příjmů obyvatel vzhledem k očekávané vysoké inflaci a pokles českého exportu díky silné koruně.

**Graf 11 Vývoj růstu HDP v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



**Graf 12 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2007 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



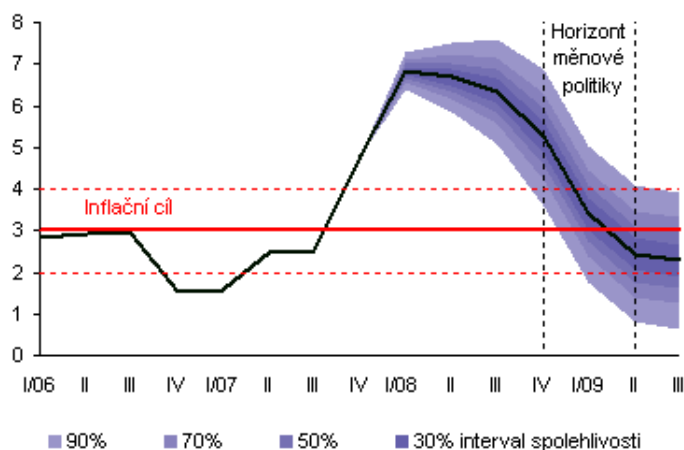
ČNB společně s vládou ČR odložila plánovaný vstup do eurozóny až za původně plánovaný horizont 2010. Hlavním důvodem byl označen stav veřejných financí. (Česká národní banka, 2007)

### 5.3. Rok 2008

V roce 2008 vyvrcholila světová ekonomická a finanční krize, která byla nastartována hlavně hypoteční krizí v roce 2007 USA a vysokou cenou ropy. Ta se v roce 2008 promítla i do českého hospodářství. Světová i česká ekonomika směřovala do recese. Jelikož byl v uplynulých letech český finanční systém v poměrně dobré kondici a banky poskytovaly

úvěry v cizích měnách v omezené míře a netrpěly nedostatkem bilanční likvidity, vstupoval český finanční systém do recese v relativně dobré pozici.

**Graf 13 Prognóza inflace ČNB z února 2008**



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

Inflační prognózy ČNB předpokládaly v prvních třech čtvrtletích 2008 inflaci výrazně nad vytyčeným limitem a její následný prudký pokles. V dalším roce se podle prognóz měla inflace stabilizovat na úrovni někde kolem 2%, což je nová hranice pro cílování inflace, která byla vyhlášena s platností od roku 2010 (Česká národní banka, nedatováno g). K snížení inflace měl přispět také očekávaný stabilní kurz koruny. ČNB na tyto prognózy v průběhu roku 2008 reagovala snižováním úrokové míry. Celkem snížila 2T Repo sazbu o 1,5 %.

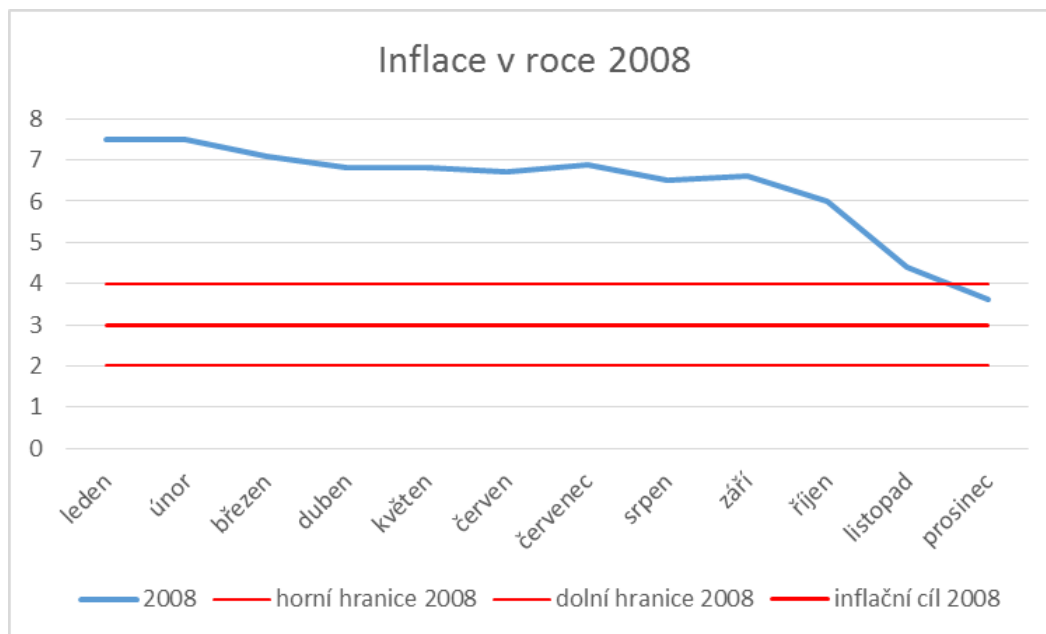
**Tabulka 3 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)**

Nastavení měnoběvolutických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
30.11.2007	3,50	2,50	4,50
08.02.2008	3,75	2,75	4,75
08.08.2008	3,50	2,50	4,50
07.11.2008	2,75	1,75	3,75
18.12.2008	2,25	1,25	3,25

Míra inflace se v roce 2008 držela vysoko nad vytyčeným tolerančním pásmem, a to stále z důvodu dřívějšího zvýšení regulovaných cen a také zvýšení snížené sazby DPH z 5% na 9%. Inflaci také držely na vysoké úrovni vysoké ceny pohonných hmot na

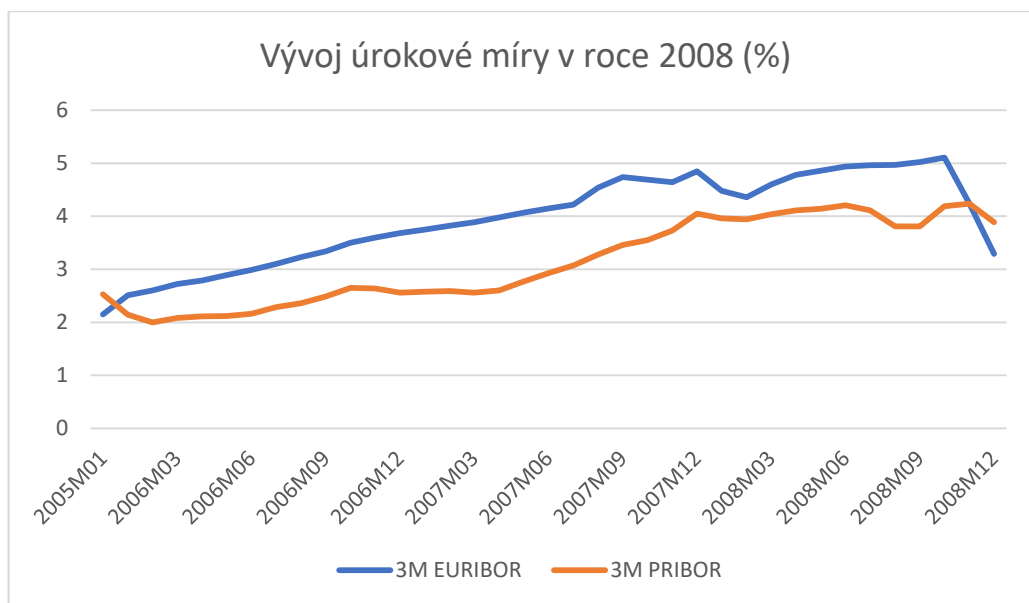
světovém trhu. Ke konci roku cena ropy razantně klesla a to mělo za důsledek prudký pokles cenové hladiny směrem k cílovému pásmu.(graf č. 14)

**Graf 14 Vývoj inflace v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



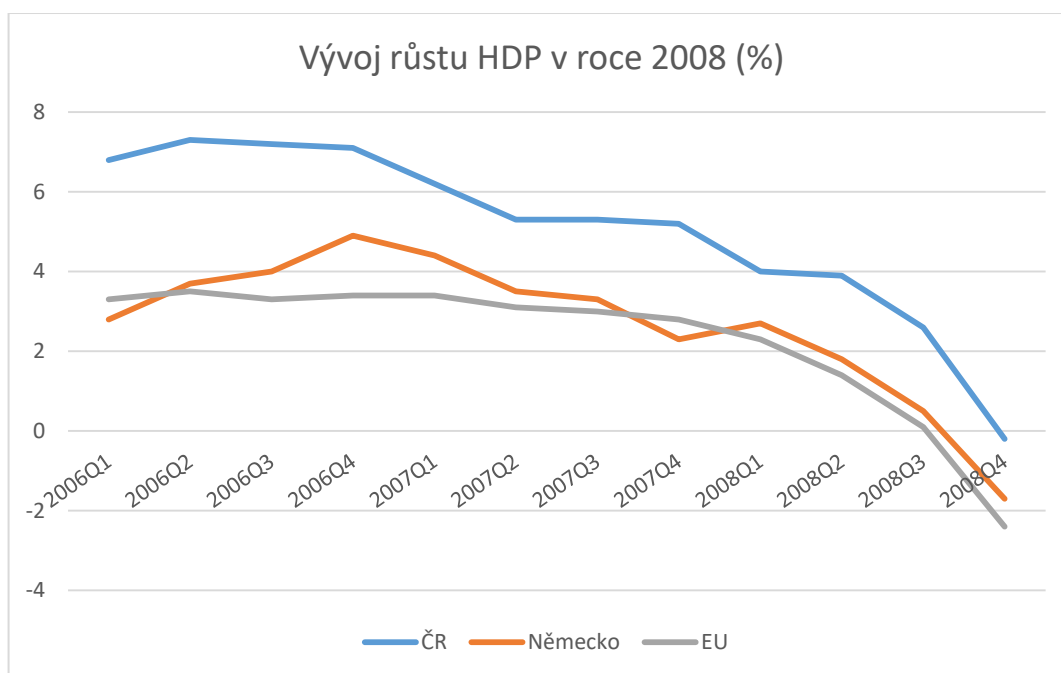
Domácí úrokové sazby se držely na poměrně stabilní úrovni. V grafu ilustrovaná sazba PRIBOR držela na úrovni kolem 4%. V grafu číslo 15 můžeme vidět, že ve velké většině roku 2008 byly domácí úrokové sazby nižší než sazby v eurozóně. V listopadu a prosinci však evropské sazby z důvodu reakce na hospodářskou krizi výrazně klesly, a to dokonce až pod úroveň domácích sazeb v ČR.

**Graf 15 Vývoj úrokové míry v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



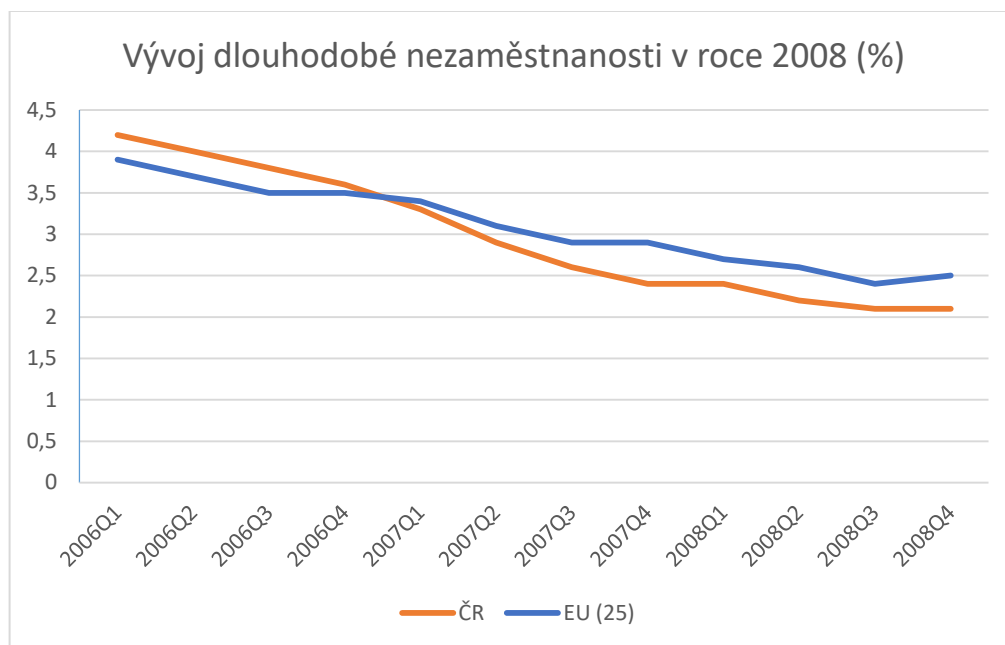
Hospodářský růst díky celosvětové krizi v roce 2008 začal nabírat klesající trend a ten se nezastavil až do konce roku, přičemž v posledním čtvrtletí se dostal až do záporných čísel. Nicméně česká ekonomika rostla stále rychleji než byl evropský průměr. Největší vliv na pokles ekonomického růstu ČR mělo silné oslabení zahraničního obchodu a také investic.

**Graf 16 Vývoj růstu HDP v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Propad ekonomického růstu měl za důsledek zastavení snižování nezaměstnanosti. Vlnou snižujícího růstu DPH došlo k úbytku pracovních míst. A křivka nezaměstnanosti se začala postupně narovnávat. Viz graf číslo 17.

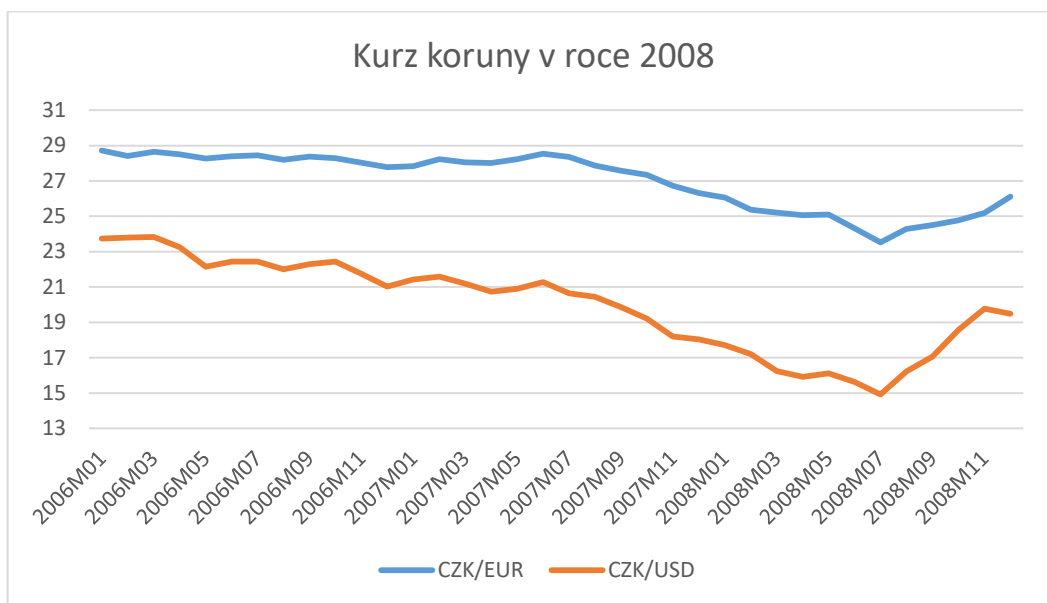
**Graf 17 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Kurz koruny vůči euru a dolaru pokračoval až do července 2008 v nastoleném trendu z konce minulého roku tedy posilováním kurzu koruny. Kurz koruny vůči dolaru se dostal na své historické minimum. Ve zbývající části roku však přišlo poměrně prudké oslabení koruny. Koruna oslabila za 5 měsíců o přibližně 3 koruny vůči euru a skoro 5 korun vůči dolaru. Oslabení koruny bylo způsobeno podle analytiků ČNB ztrátou důvěry investorů do koruny jakožto „bezpečné měny“ díky nepříznivému vývoji v podobných ekonomikách zejména v Maďarsku a v Pobaltí.

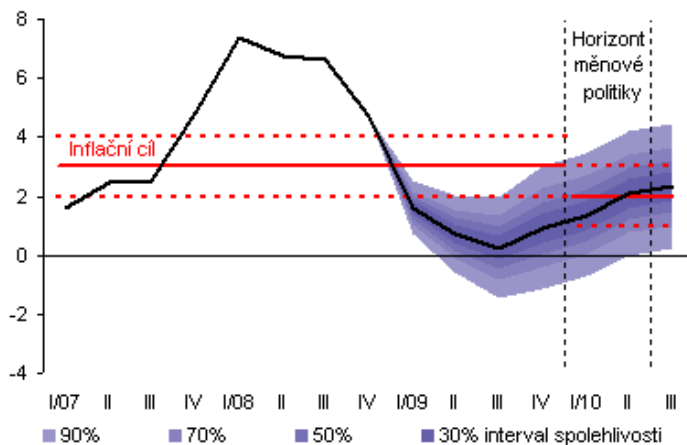


**Graf 18 Vývoj kurzu koruny v roce 2008 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Přitažlivost eurozóny a přijetí eura se pro země stojící mimo během hospodářské krize značně snížila. Toto a současná ekonomická situace byly hlavním důvodem, proč přijetí eura českou republikou přestalo být aktuální a odložilo se na neurčito. (Singer, 2010)

## 5.4. Rok 2009



**Graf 19 Prognóza inflace ČNB z února 2009**

Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

Prognóza inflace ČNB z roku 2009 předpokládala postupný růst inflace z hodnot blízkých se nule až na přibližnou úroveň inflačního cíle v roce 2010. V prognózách se počítalo se snižováním hlavní úrokové sazby, což Česká národní banka v souladu s prognózou učinila. Snižovala 2T repo sazbu rovnoměrně zhruba v tříměsíčních

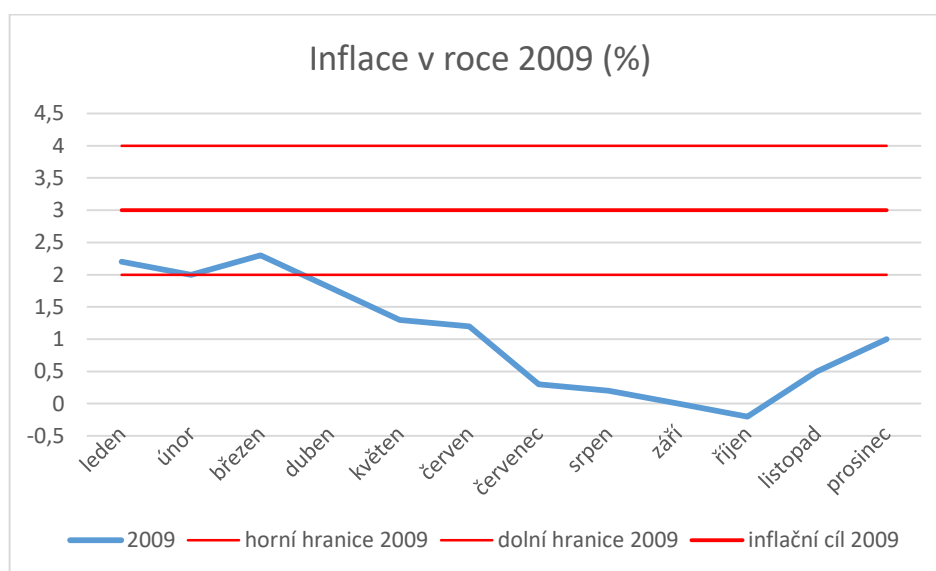
intervalech. Nejprve 6. 2. 2009 o 0,5 % a pak vždy o 0,25 % až na hodnotu 1 procentního bodu, která platila i na konci roku 2009.

**Tabulka 4 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)**

Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
18.12.2008	2,25	1,25	3,25
06.02.2009	1,75	0,75	2,75
11.05.2009	1,50	0,50	2,50
07.08.2009	1,25	0,25	2,25
17.12.2009	1,00	0,25	2,00

Hlavní cíl měnové politiky ČNB – udržení inflace na vytyčené úrovni, která byla pro rok 2009 stanovena stejně jako v předešlých třech letech, na úrovni tří procent s tolerancí 1 % na každou stranu (Česká národní banka, nedatováno g) byl naplněn pouze v prvních třech měsících roku. Poté inflace klesla až na úroveň nuly a v říjnu dokonce dosáhla mírné deflace. Ke konci roku, se již začaly projevovat měnově politické nástroje ČNB, zejména snižování úrokové sazby a inflace začala opět stoupat.

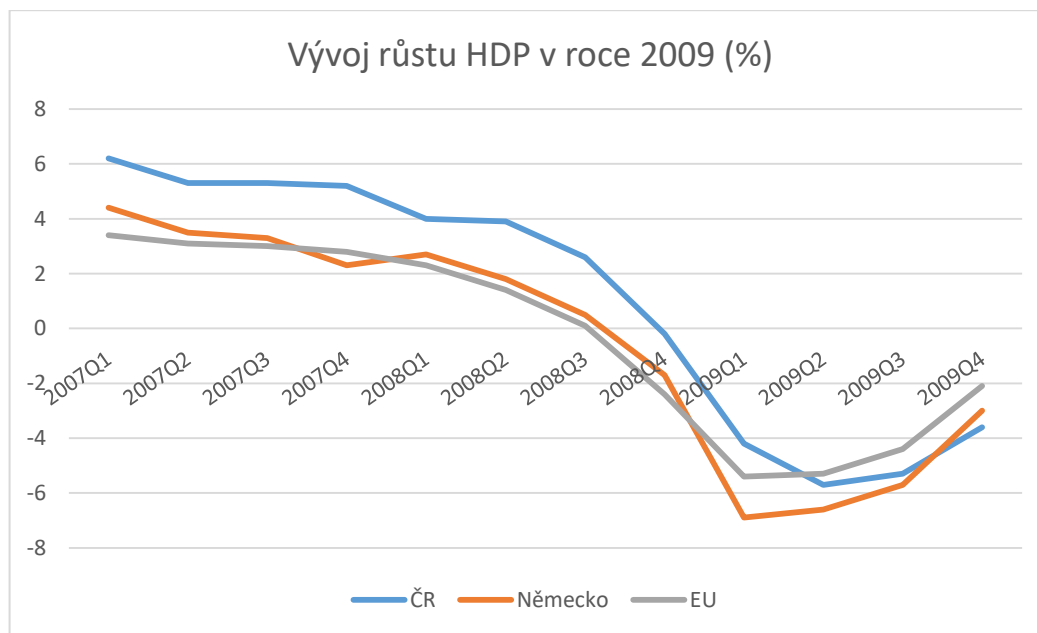
**Graf 20 Vývoj inflace v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



Růst českého hospodářství vyjádřený růstem HDP byl v roce 2009 stejně ovlivněn doznívající světovou hospodářskou krizí. V malé otevřené ekonomice jakou je Česká republika mělo na pokles meziročního růstu HDP největší vliv utlumení mezinárodního obchodu se zbožím a službami. Meziročně klesl vývoz zboží a služeb o 14 % a dovoz

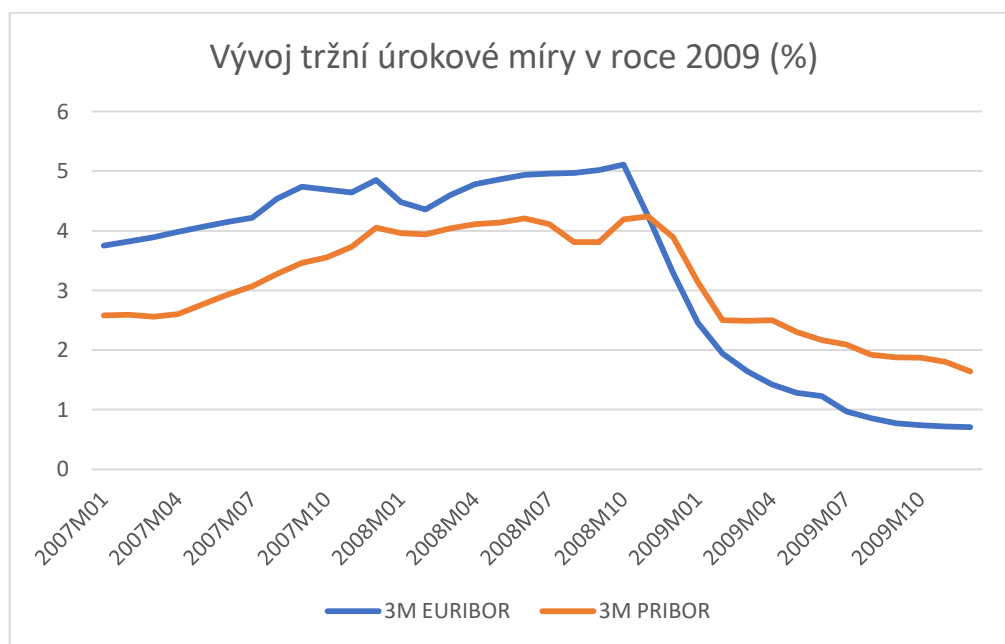
zboží a služeb dokonce o 14,1 %. Velký vliv na záporný růst HDP měl také výrazný pokles investic. V grafu číslo 21 můžeme vidět, že ke konci roku se již s odeznívající krizí situace začala nepatrně zlepšovat, ale růst HDP se dostal poprvé za hodnocené období pod evropský průměr.

**Graf 21** Vývoj růstu HDP v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



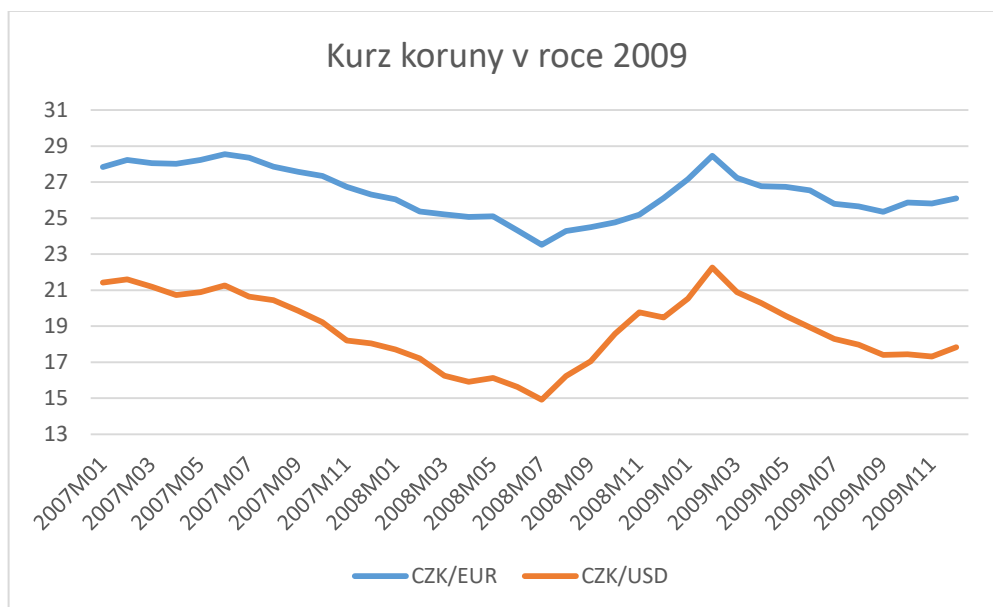
Úroková míra vyjádřená v grafu číslo 22 tříměsíční sazbou PRIBOR se držela poměrně výrazně nad svým evropským ekvivalentem – sazbou EURIBOR.

**Graf 22** Vývoj úrokové míry v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



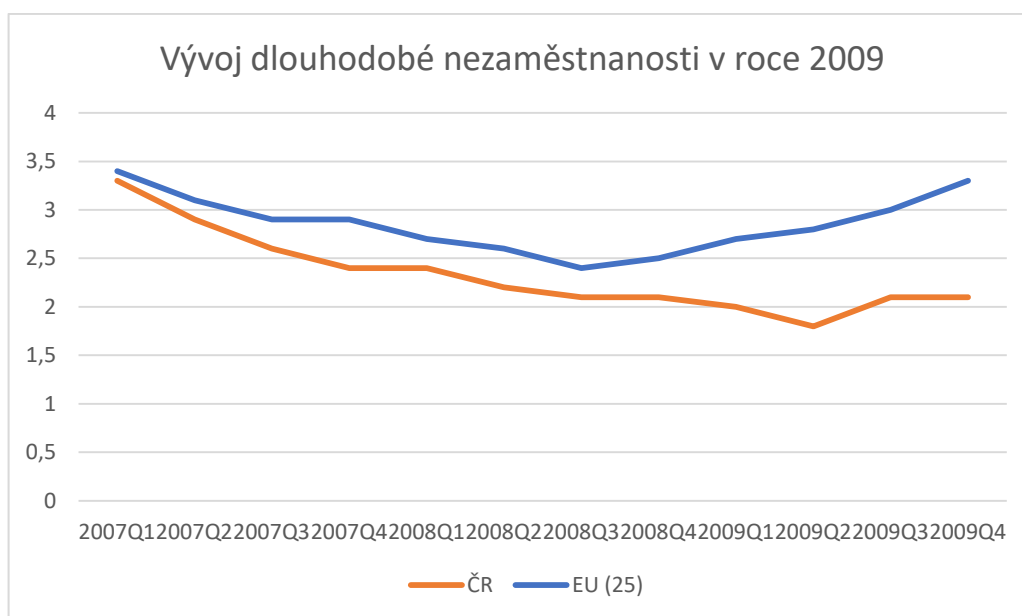
Kurz koruny v prvním čtvrtletí roku 2009 oslaboval, ale v průběhu roku společně s odeznívající hospodářskou krizí a lepšími ekonomickými vyhlídkami posiloval až k hranici 26 CZK/EUR.

Graf 23 Vývoj kurzu koruny v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



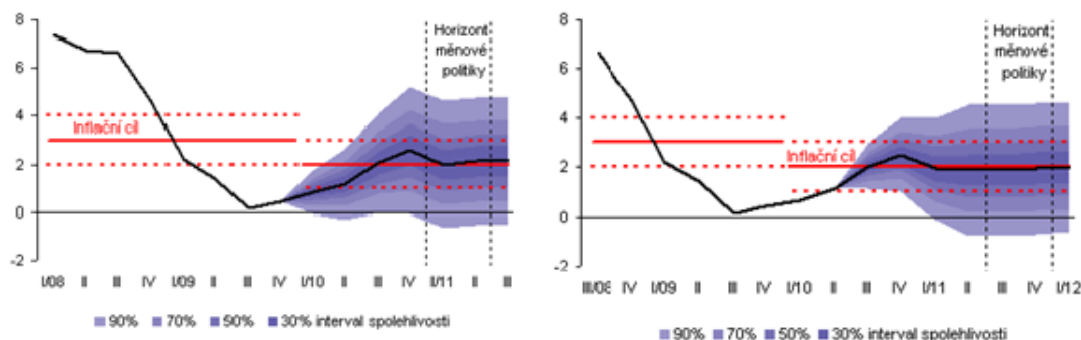
Hospodářská krize měla také negativní vliv na počet pracovních míst a křivku nezaměstnanosti viz graf číslo 24. Vzrůst nezaměstnanosti až od druhého čtvrtletí roku 2009 je způsoben zpožděním dopadu hospodářského vývoje na podniky, a tím i na pokles počtu pracovních míst.

Graf 24 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2009 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



## 5.5. Rok 2010

Graf 25 Prognózy inflace ČNB z února a října 2010



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

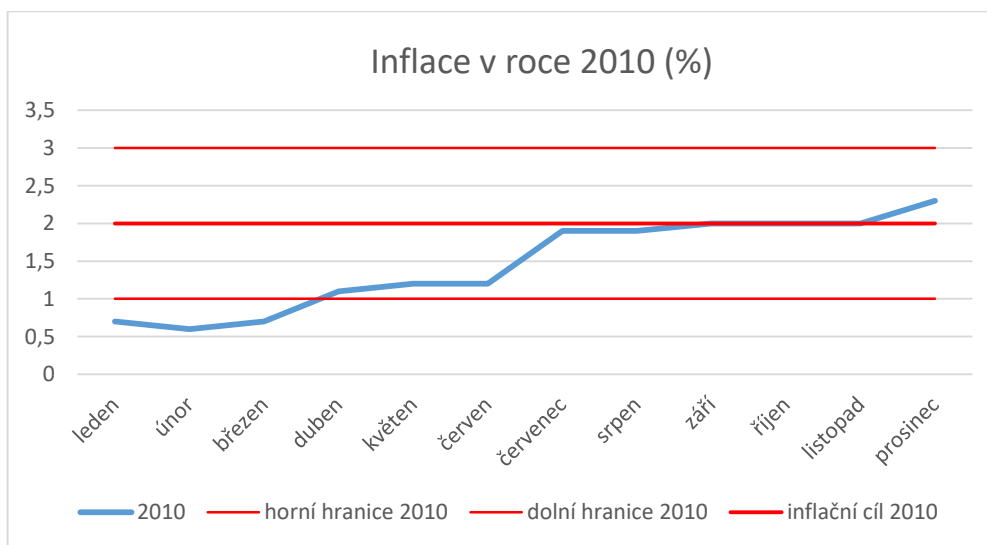
Od tohoto roku začal platit nový inflační cíl ČNB. Ten byl stanoven na úrovni 2 % s jedno-procentní tolerancí. (Česká národní banka, nedatováno g) Prognózy inflace z roku 2010, jež ukazuje graf číslo 25, předpovídaly skoro optimální výši inflace v nadcházejících letech, a tedy cenovou hladinu v cílovém pásmu. Bankovní rada ČNB v souladu s prognózou v prvním pololetí rozhodla ponechat měnověpolitické úrokové sazby beze změny. Jedinou změnou, kterou ČNB v nastavení měnověpolitických sazeb provedla, bylo snížení 2T repo sazby dne 7. 5. 2010 o 0,25 %. Tato změna byla konzistentní s inflační prognózou, která počítala s tímto snížením a pak následnou stabilitou a postupným růstem v dalších letech. (Česká národní banka, 2010)

Tabulka 5 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)

Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
17.12.2009	1,00	0,25	2,00
07.05.2010	0,75	0,25	1,75

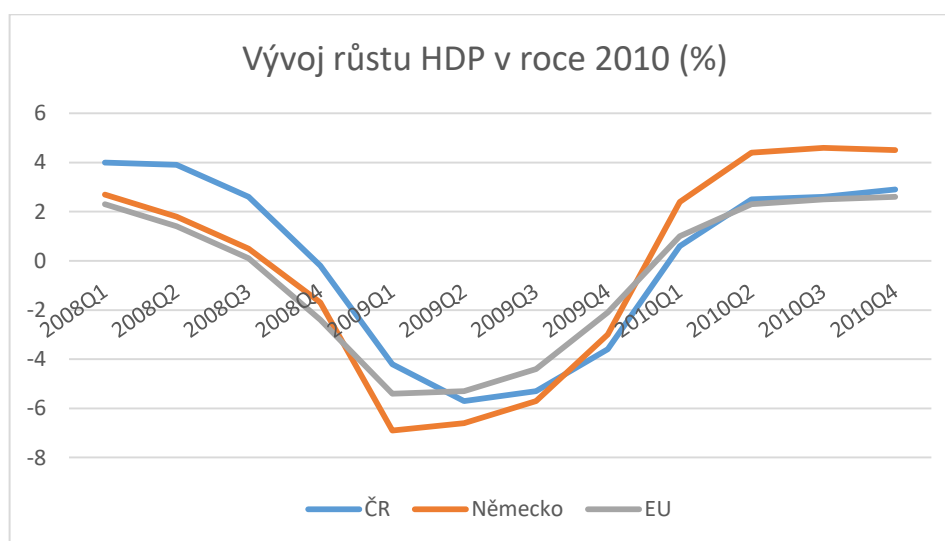
Inflace od začátku roku plnila prognózy ČNB z roku 2009 a pokračovala stejným trendem jako v posledních měsících minulého roku a postupně stoupala směrem k vytyčenému cíli. Do pásma tolerance vytyčeného v rámci cílování inflace ČNB se dostala v dubnu roku 2010. Pak se dále přibližovala k hranici dvou procent a rok ukončila na úrovni 2,3 %.

**Graf 26 Vývoj inflace v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



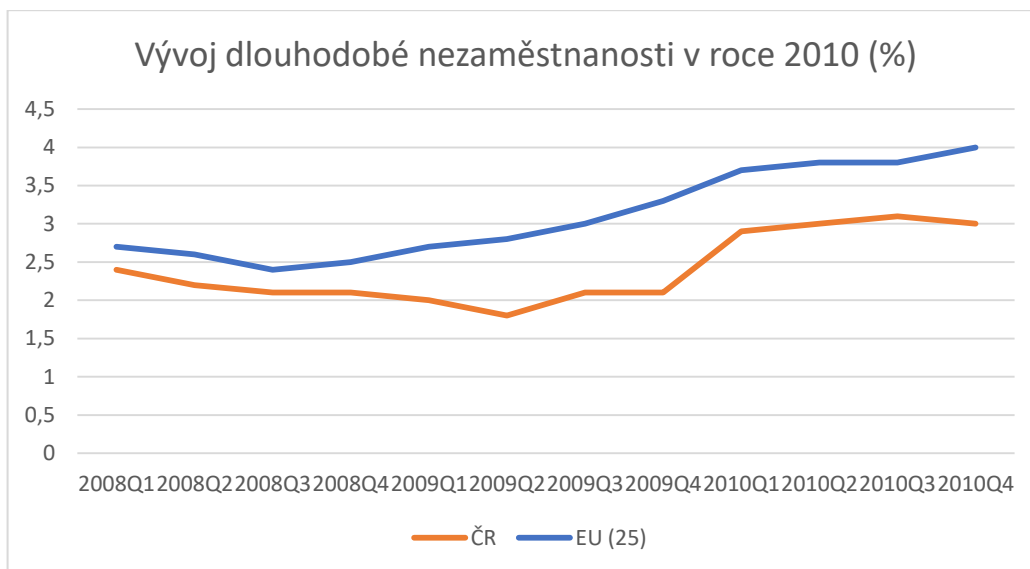
Hospodářství ČR se v roce 2010 dostalo z recese a vývoj růstu HDP, jak ukazuje graf číslo 27, prakticky kopíroval průměrný růst v Evropské unii. To jen dokazuje závislost české ekonomiky na obchodu se zahraničím. České ekonomice výrazně pomohl růst HDP v Německu, které je naším nejdůležitějším obchodním partnerem. Po poměrně rychlém návratu do kladných hodnot v prvním a druhém čtvrtletí se růst zpomalil a pohyboval se mezi 2 a 3 procenty, což je pouze třetinový růst oproti růstu HDP před začátkem hospodářské krize. Kromě zahraničního obchodu měl na návratu růstu HDP do kladných čísel vliv i meziroční nárůst investic a po dobu celé krize poměrně stabilní domácí spotřeba.

**Graf 27 Vývoj růstu HDP v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



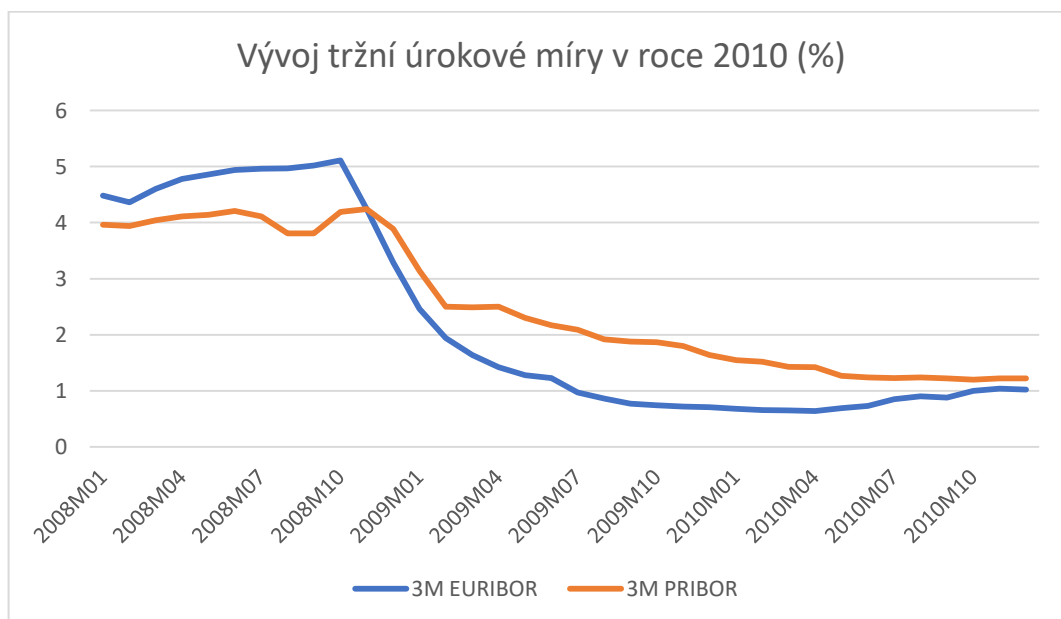
Vystoupení ekonomiky z recese mělo vliv i na zastavení růstu nezaměstnanosti. Vliv na nárůst měl již zmíněný růst zahraničního obchodu a větší investiční činnost podniků. Narovnání křivky obecné dlouhodobé nezaměstnanosti můžeme vidět v grafu číslo 28.

**Graf 28** Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



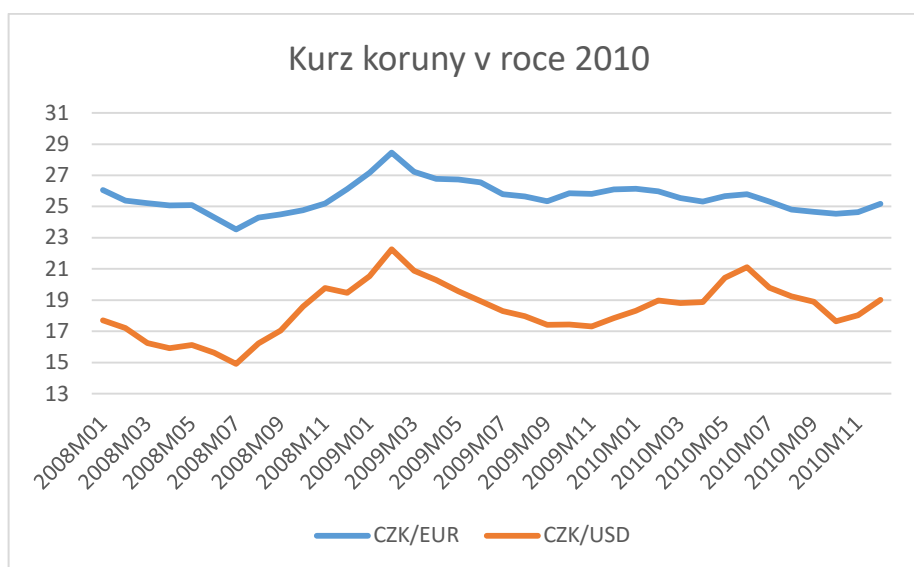
Tržní úroková míra v grafu číslo 29 vyjádřená sazbou PRIBOR se celý rok pohybovala nad svým evropským ekvivalentem EURIBOR a na konci roku byla skoro o 0,5 % vyšší než základní měnověpolitická sazba ČNB.

**Graf 29** Vývoj tržní úrokové míry v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



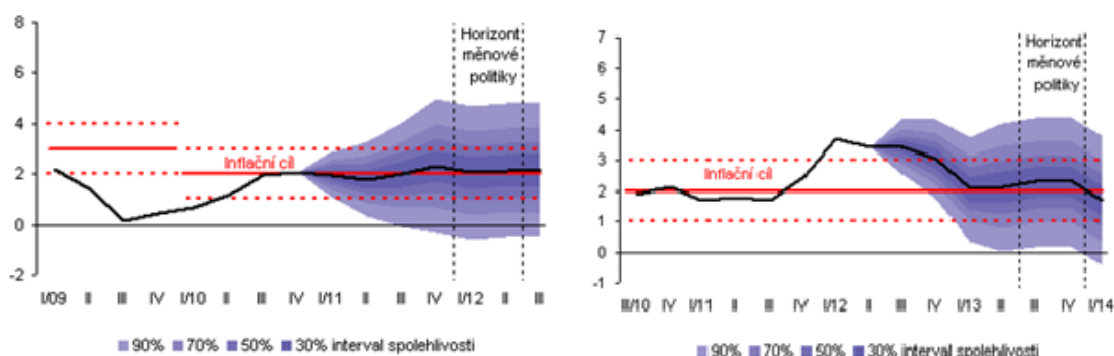
Kurz koruny vůči euro a dolaru v první polovině roku oslaboval a dostal se až na hodnotu 25,76 korun za euro a 21,2 korun za dolar. V druhé polovině roku naopak posiloval, o něco více vůči dolaru, který byl znehodnocován úvahami americké centrální banky (FED) o další vlně kvantitativního uvolňování. K růstu kurzu koruny v druhém čtvrtletí pomohla důvěra investorů v českou ekonomiku a zlepšený český rating v souvislosti s očekávaným snížením veřejného dluhu. Ve světě se začaly objevovat země, které hodlaly čelit posilováním svých regionálních měn pomocí devizových intervencí.

**Graf 30** Vývoj kurzu koruny v roce 2010 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



## 5.6. Rok 2011

**Graf 31** Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2011



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)



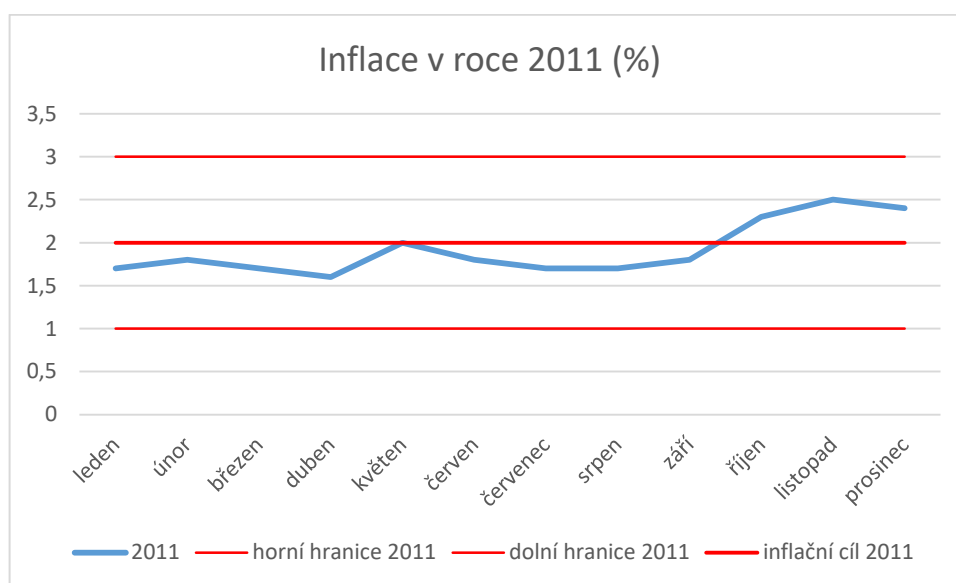
Prognózy z počátku roku předpovídaly optimální vývoj inflace na horizontu měnové politiky, který se měl blížit vytyčenému inflačnímu cíli. Tyto prognózy počítaly s ponecháním stabilních úrokových sazeb. Proto se Rada České národní banky rozhodla v roce 2011 neměnit nastavení měnověpolitických sazeb. Prognózy z druhé poloviny roku začaly naznačovat možný budoucí pokles inflace. Na tuto předpověď budoucího poklesu ČNB v tomto roce nereagovala, neboť se nacházel až za horizontem měnové politiky. V roce 2011 tedy platily sazby nastavené 7. 5. 2010.

**Tabulka 6 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)**

Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
07.05.2010	0,75	0,25	1,75

Inflační cíl byl stejně jako v předchozím roce stanoven na úrovni 2 % s obousměrnou tolerancí jednoho procentního bodu. (Česká národní banka, nedatováno g) Inflace se v tomto roce držela po celou dobu v rozmezí mezi 1,5 a 2,5 %, což znamenalo splnění hlavního cíle ČNB v celém roce. Ke konci roku inflace mírně rostla. To bylo způsobeno promítnutím chystaného zvýšení DPH na potraviny platného od 1. 1. 2012 do cen potravin už v posledních měsících roku 2011. (Patria online, 2011)

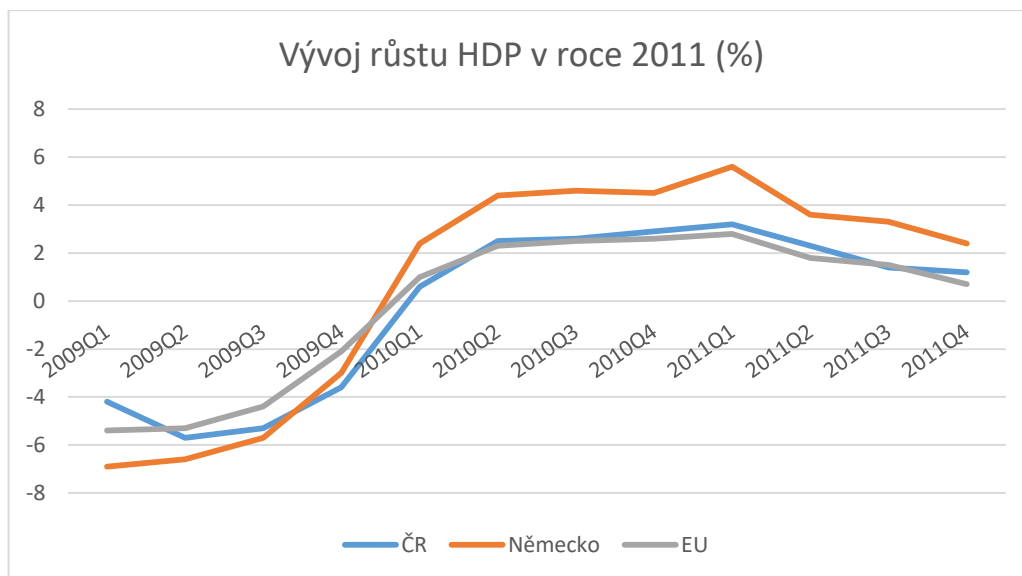
**Graf 32 Vývoj inflace v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



Hospodářský vývoj České republiky v prvním pololetí pokračoval v trendu z roku 2010 a mírně rostl. V prvním čtvrtletí dosahoval meziroční růstu 3,2 %. Poté ale začal

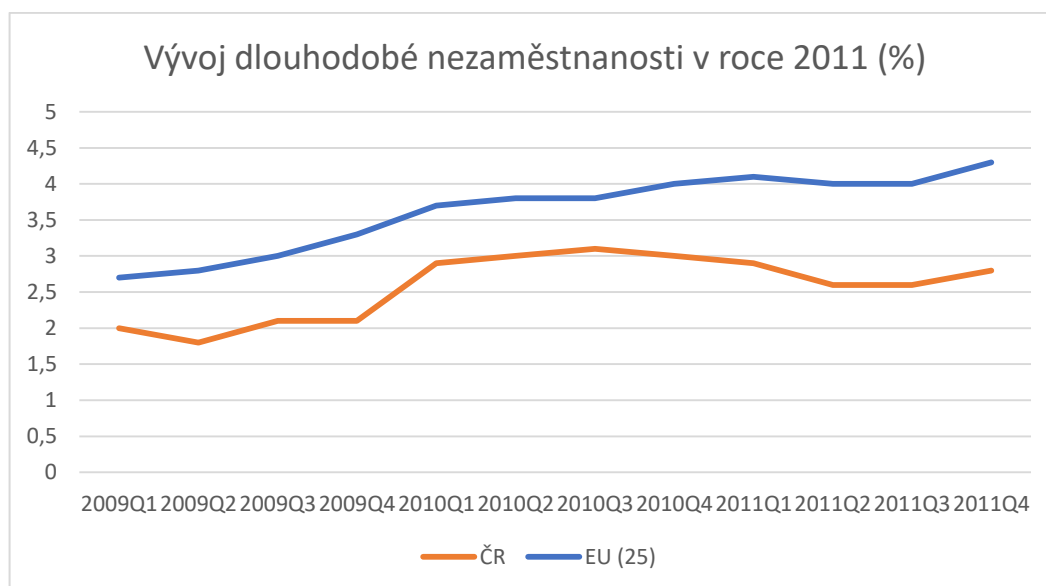
hlavně díky ochabujícím zahraničnímu obchodu a také díky úbytku investic podniků do zásob klesat a tento pokles přetrval až do konce roku 2011. Růst HDP za 4. čtvrtletí byl 0,7%. A prognózy do roku 2012 byly pesimistické a očekávala se recese. (Česká národní banka, 2011)

Graf 33 Vývoj růstu HDP v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



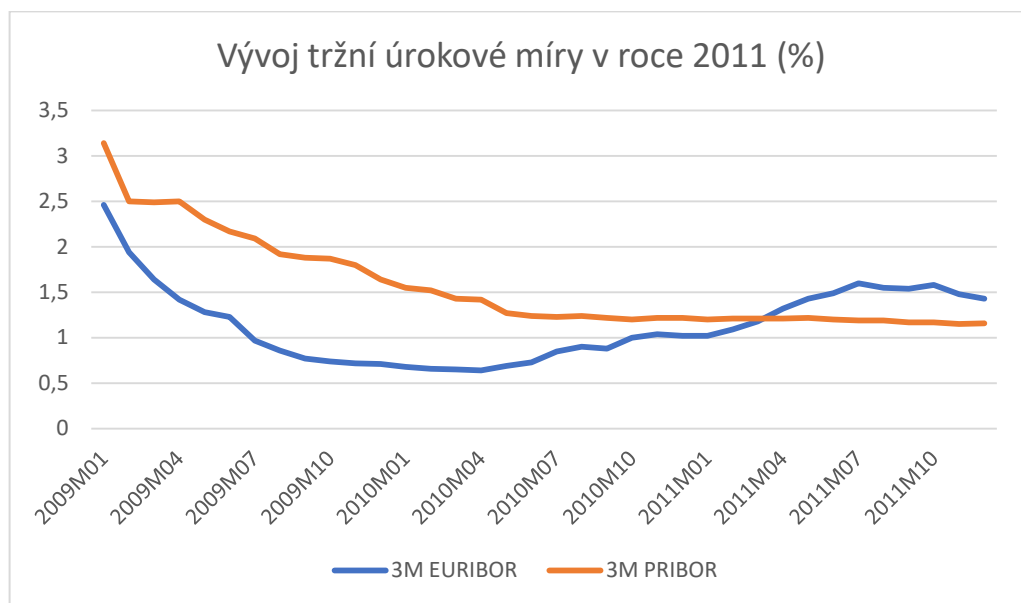
Míra nezaměstnanosti se držela zhruba na stejné úrovni a v závislosti na růstu HDP z minulého roku nejprve mírně klesala a v posledním čtvrtletí díky očekávané recesi začala mírně vzrůstat. Viz graf číslo 34.

Graf 34 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



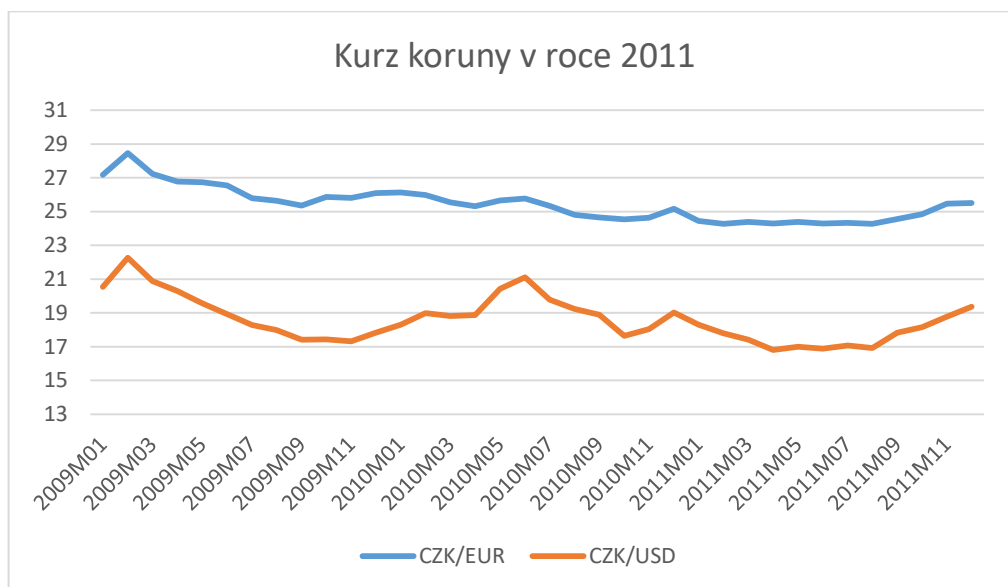
Tržní úrokové sazby v grafu zastoupené tříměsíční sazbou pro mezibankovní transakce PRIBOR byly po celý rok 2011 poměrně stabilní. V grafu můžeme vidět, že na podobné úrovni kolem 1,25 % se držela již od prvního čtvrtletí roku 2010. Oproti roku 2010 však vzrostly tržní úrokové sazby v eurozóně v grafu číslo 35 vyjádřené sazbou ekvivalentní k naší domácí sazbě PRIBOR - EURIBOR.

**Graf 35** Vývoj tržní úrokové míry v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



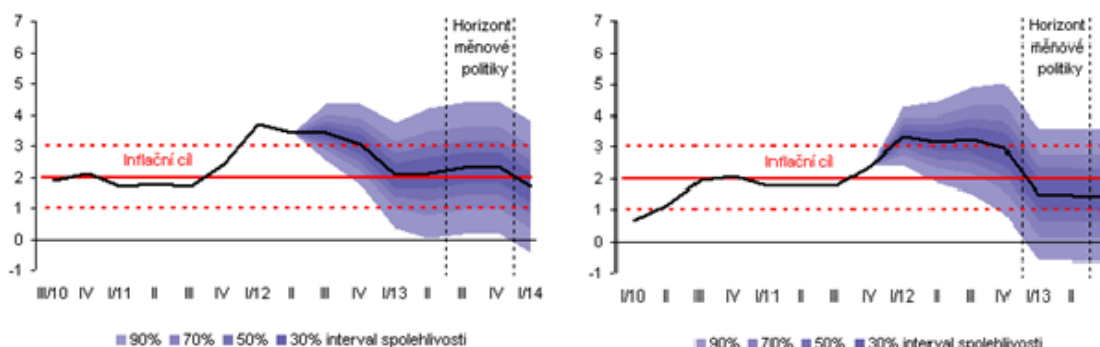
Koruna vůči euru v první polovině roku držela stabilní kurz kolem 24,2 korun za euro. Ke konci roku přišlo mírné oslabení kurzu koruny, a to zejména díky zvýšené averzi investorů k riziku po uplynulé hospodářské krizi a s očekávanou recesí v příštím roce. Oslabování koruny ke konci roku bylo ještě markantnější vůči dolaru, který byl označen investory za bezpečnou měnu a výrazně posílil i vůči euru.

Graf 36 Vývoj kurzu koruny v roce 2011 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



## 5.7. Rok 2012

Graf 37 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2012



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

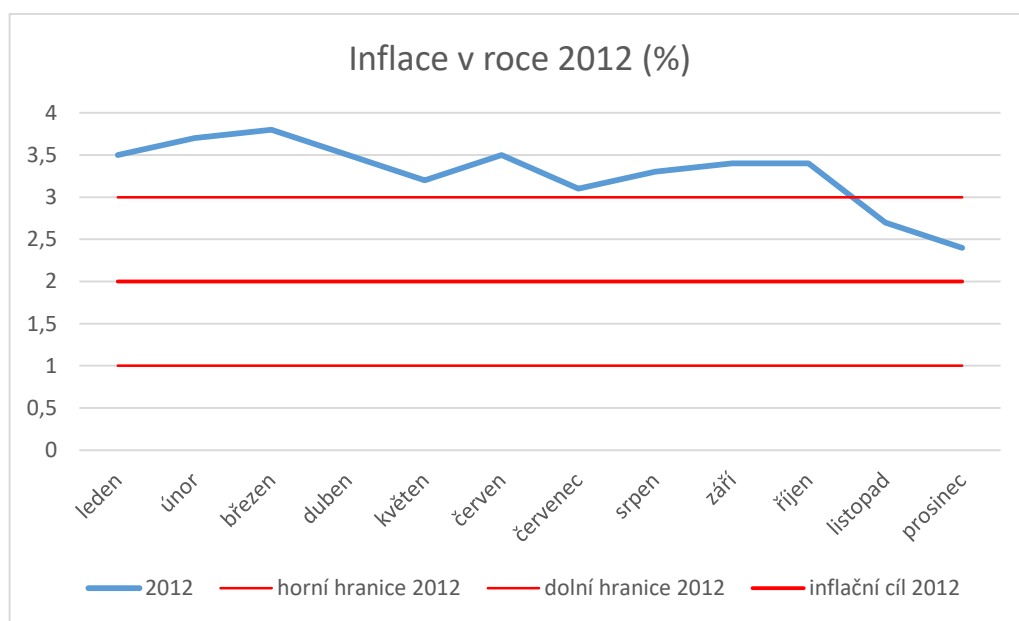
Prognóza inflace ČNB z února roku 2012, jak můžeme vidět v grafu číslo 37, poukazovala na budoucí pokles inflace. Na tento budoucí pokles zareagovala Rada České národní banky hned trojným snížením svých hlavních úrokových sazeb. První snížení o 0,25 % proběhlo na konci června, druhé o dalších 0,25% v říjnu a začátkem listopadu snížila rada ČNB své úrokové sazby až na úroveň technické nuly. S tímto snižováním už počítala prognóza ze srpna 2012 (viz. graf číslo 37). ČNB prohlásila, že sazby budou na úrovni technické nuly drženy v delším horizontu, dokud nedojde k posílení proinflačních tlaků. (Česká národní banka, 2012)

**Tabulka 7 Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČNB)**

Nastavení měnověpolitických sazeb ČNB v %			
změna	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
07.05.2010	0,75	0,25	1,75
29.06.2012	0,50	0,25	1,50
01.10.2012	0,25	0,10	0,75
02.11.2012	0,05	0,05	0,25

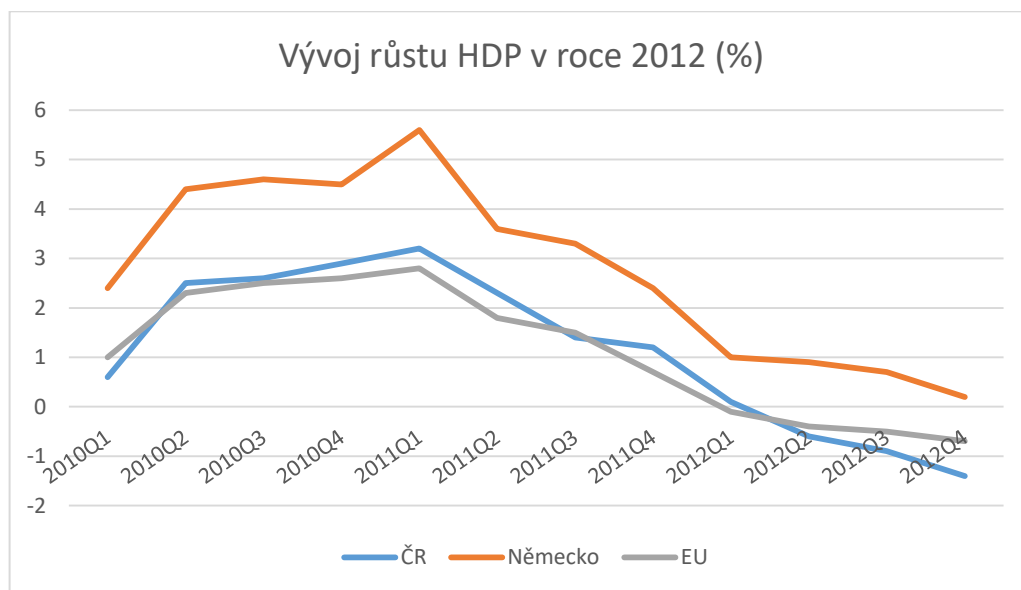
Inflace se prakticky celý rok držela nad tolerančním pásmem pro cílování inflace. Bylo tomu tak díky zvýšení DPH, nárůstu cen potravin a také proinflačním působením oslabení kurzu koruny, a s tím spojeného zdražení importovaného zboží. Na snižování růstu inflace v posledních měsících roku měl vliv zpomalující výkon české ekonomiky a s tím spojený malý růst mezd. Růst inflace na konci roku 2012 byl na úrovni 2,4 % a tedy bezpečně v cílovaném pásmu.

**Graf 38 Vývoj inflace v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



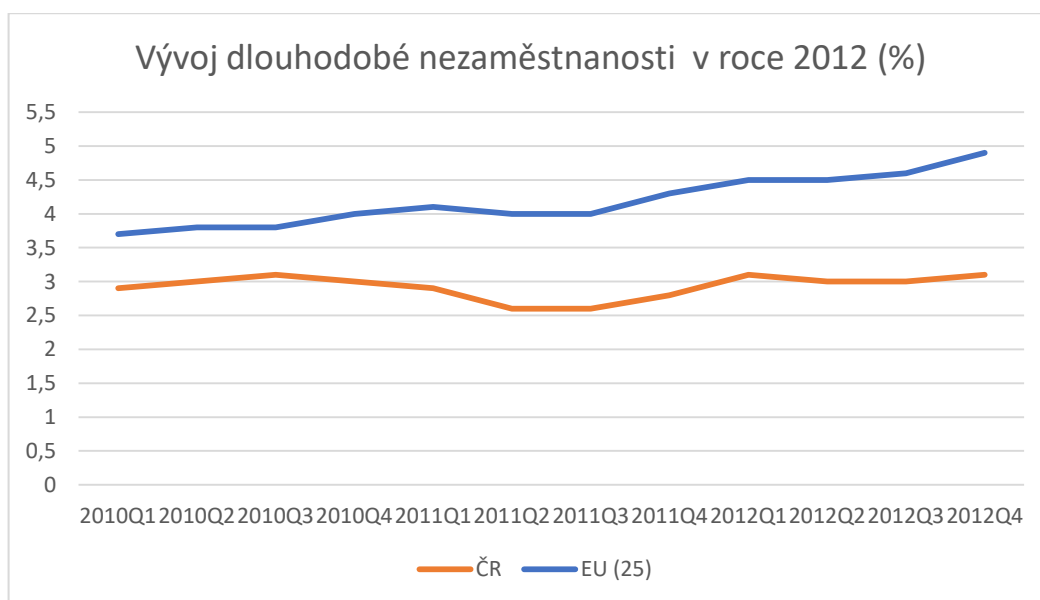
Výkon české ekonomiky měřený změnou HDP v roce 2012 klesal, a česká ekonomika se nacházela v recesi. Největší vliv na zpomalení ekonomiky měla snížená spotřeba domácností (změna oproti minulému roku -1,3%), a stejně jako v minulém roce pokles investic (meziroční změna -3,9 %). Spotřeba domácností byla spojená s nižším růstem mezd z důvodu poklesu ekonomiky.

**Graf 39 Vývoj růstu HDP v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Míra nezaměstnanosti se i přes nepříznivý ekonomický vývoj prakticky nezměnila. Na stabilním vývoji má zásluhu meziročního zvýšení počtu podnikatelů a naopak poklesu počtu zaměstnanců. Také se zmenšil počet odpracovaných hodin zaměstnanci. (Česká národní banka, 2012)

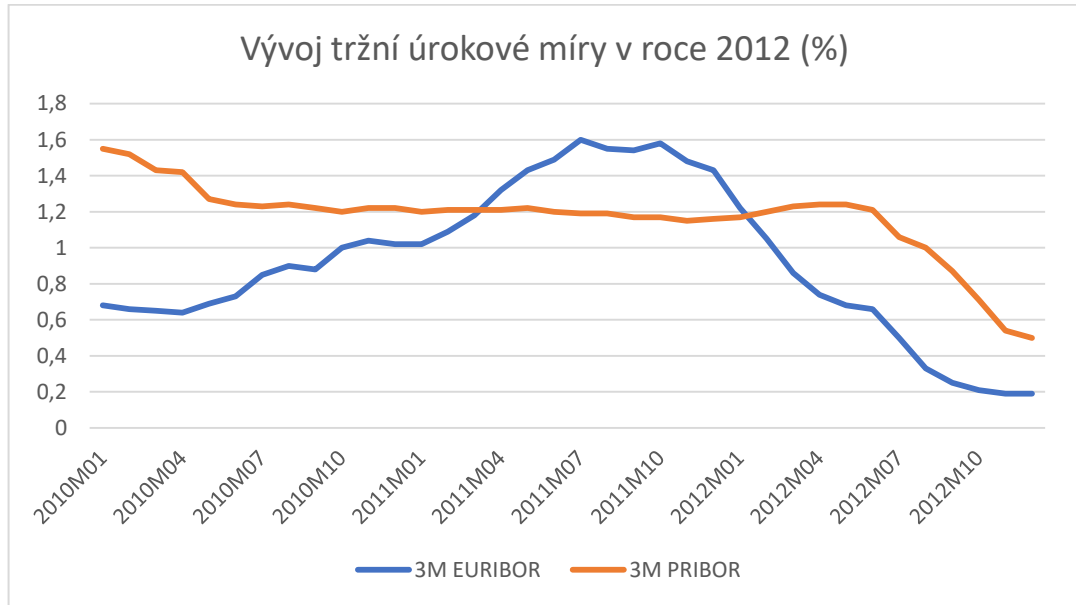
**Graf 40 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Tržní úroková míra (v grafu číslo 41 zastoupena sazbami PRIBOR a EURIBOR) reagovala na očekávaný pokles hlavních úrokových sazeb ČNB a od poloviny roku klesala. Rozdíl mezi její výší na začátku a konci roku činil přibližně 0,7 %. Naše domácí sazba

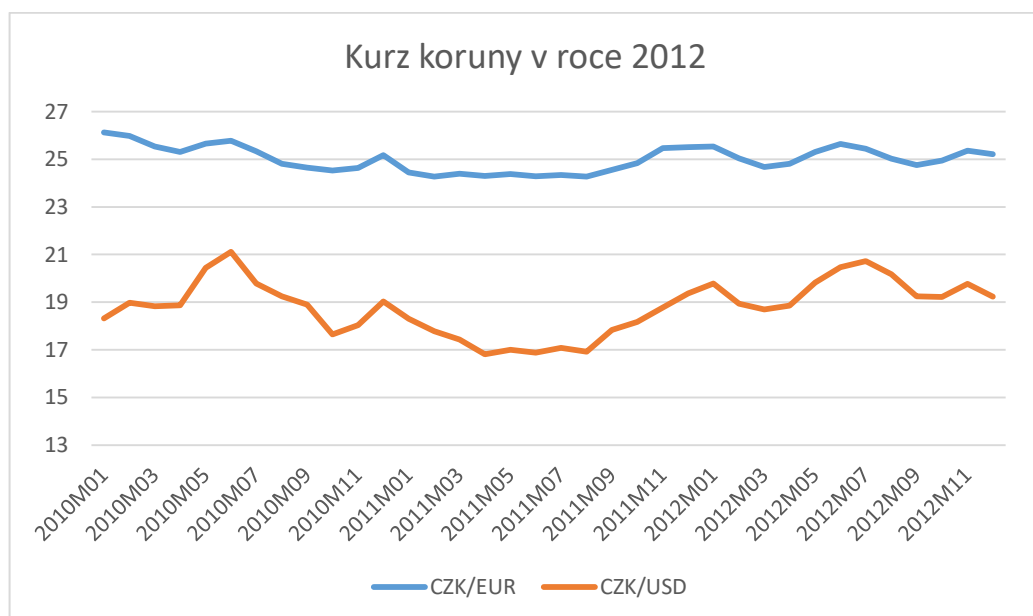
PRIBOR se celý rok na rozdíl od toho minulého držela nad svým evropským ekvivalentem.

**Graf 41** Vývoj tržní úrokové míry v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



Kurz koruny vůči euru byl v průběhu roku poměrně stabilní a pohyboval se v pásmu mezi 24 a 26 korun za euro. Mnohem větší výchyly v kurzu panovaly vůči dolaru. Na začátku roku koruna vůči dolaru oslabovala ale poté díky uklidnění ekonomické situaci v Evropě a další vlně kvantitativního uvolňování americké federální banky posilovala až na hodnotu 19,23 korun za dolar.

**Graf 42** Vývoj kurzu koruny v roce 2012 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



## 5.8. Rok 2013

Ekonomika České republiky vstupovala do roku 2013 z nelehké pozice. Následkem světové hospodářské a finanční krize v roce 2008 se růst ekonomiky v předchozích letech prudce zpomalil a dosud se ho nepodařilo navrátit do požadovaných kolejí. Snižovaly se příjmy a spotřeba domácností, hrozil nárůst nezaměstnanosti a klesaly investice a zisky podniků. Prognózy inflace bez změn, které provedla ČNB na konci roku 2013, předpokládaly pokles inflace pod vytyčený cíl. Česká národní banka navíc, již v roce 2012, snížila své hlavní měnověpolitické nástroje na úroveň technické nuly. A prognóza ČNB z února 2012 ukázala dokonce potřeby hypotetického snížení měnověpolitických sazeb do záporných hodnot. Reálně tak hrozilo propuknutí deflace, která by ještě více negativně ovlivnila českou ekonomiku. Na základě těchto faktů už na konci roku 2012 Česká národní banka vyhlásila, že dalším nejvhodnějším nástrojem při nemožnosti snižovat měnověpolitické sazby do záporných hodnot bude měnový kurz. Už jen toto prohlášení ČNB, že je v případě přetrvávající recese připravena intervenovat na devizovém trhu, mělo za následek oslabení koruny na konci roku 2012 a její následnou stabilizaci, což přispělo k zbrzdění protiinflačních tendencí. Na začátku roku se podle analýz ČNB ukázalo, že recese odeznívá velmi pomalu a to společně s nárůstem nezaměstnanosti posiluje deflační tendence. Proto bylo třeba přehodnotit měnovou politiku. (Česká národní banka, 2013)

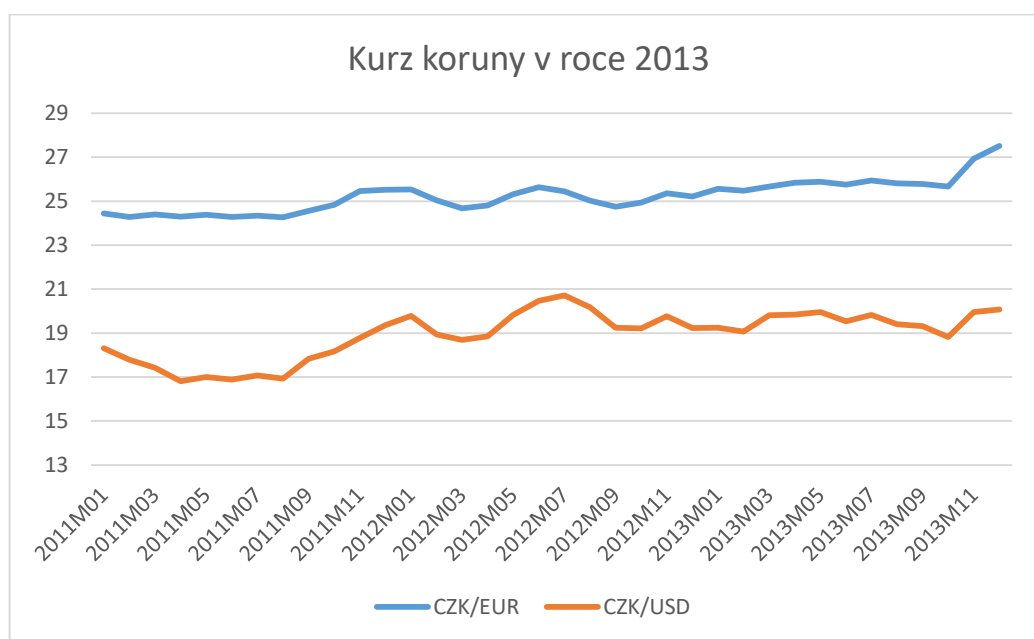
Na podzim roku 2013 se v čtvrté zprávě o inflaci ukázalo, že inflace v cílované výši by bylo možno dosáhnout jen snížením úrokových sazeb hluboko do záporných hodnot, což při existenci nulové meze vedlo v nutnost uvolnění měnové politiky jinými nástroji. Bankovní rada tak na svém měnověpolitickém zasedání dne 7. listopadu 2013 rozhodla použít měnový kurz jako další nástroj měnové politiky a intervenovat na devizovém trhu s cílem oslabení koruny a udržení jejího kurzu vůči euru na hranici 27 korun za euro. ČNB prohlásila, že je připravena intervenovat v jakémkoliv potřebném objemu, aby dosáhla požadované hodnoty kurzu. Uvedený závazek byl ohlášen jako jednostranný, a tedy že ČNB se bude bránit jen proti posílení koruny pod hranici 27 korun za euro, a to prodejem koruny a nákupem cizích měn. V případě oslabování koruny výše nad hranici 27 korun za euro ponechá vývoj kurzu koruny na přirozeném vývoji na devizovém trhu.



Měnový kurz jako další nástroj měnové politiky byl vybrán, díky tomu že v podmínkách malé otevřené ekonomiky, jakou je Česká republika, je oslabení kurzu domácí měny díky následnému zvýšení dovozních cen poměrně účinným nástrojem pro podpoření růstu cenové hladiny. Což bylo vzhledem k nastaveným cílům v rámci politiky cílování inflace a jejím přepokládaným vývojem žádoucí. Snížená koupěschopnost domácností měla být vykompenzována přesměrováním poptávky k domácímu zboží a službám. Dalším benefitem mělo být díky stabilní a slabší ceně koruny podpoření českých exportérů a zvýšení jejich ochoty investovat. To mělo vést k následnému nárůstu mezd a zaměstnanosti (českým firmám a výrobcům vzroste odbyt, tím pádem zvýší pracovníci pracovní dobu, mzdy a vytvoří se nová pracovní místa) a s tím spojenými proinflačními tendencemi. ČNB při takřka nulových měnověpolitických úrokových sazbách předpokládala vysokou účinnost této politiky devizového kurzu a také si byla poměrně jista jejím kladným dopadem na českou ekonomiku. (Česká národní banka, 2013)

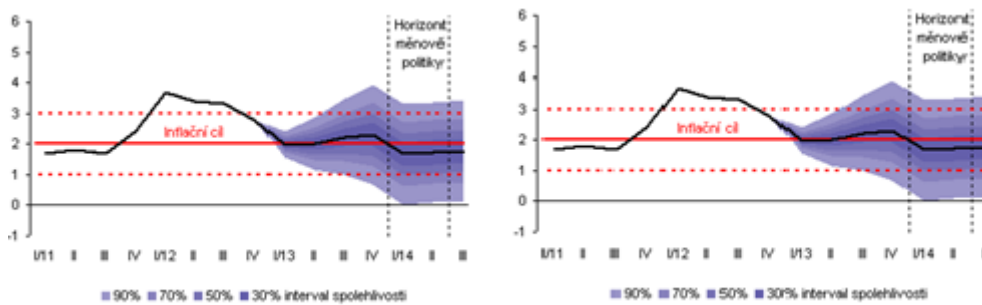
Kurz koruny ihned po oznámení o rozhodnutí ČNB intervenovat na devizovém trhu, jak můžeme vidět na grafu číslo 43, oslabil na úroveň okolo požadovaných 27 korun za euro. Se spuštěním intervencí oslabil i kurz koruny vůči dolaru, a to skokově o více než jednu korunu. Rok zakončil kurz koruny na úrovni 27,52 korun za euro a 20,08 korun za dolar.

Graf 43 Vývoj kurzu koruny v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



První tři prognózy inflace byly konzistentní se snížením úrokové sazby do záporných hodnot. Ve čtvrté z listopadu roku 2013 se už počítalo s intervenováním kurzu koruny na vytyčené hranici. Podle poslední prognózy z roku 2013 se měla inflace postupně zvyšovat až k inflačnímu cíli dvou procent.

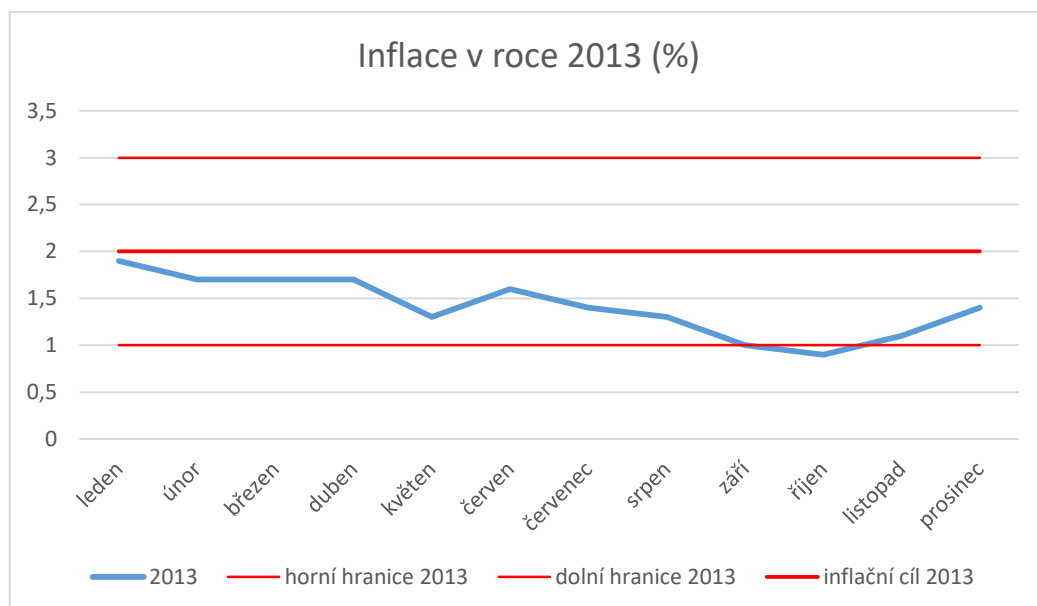
**Graf 44 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2013**



Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

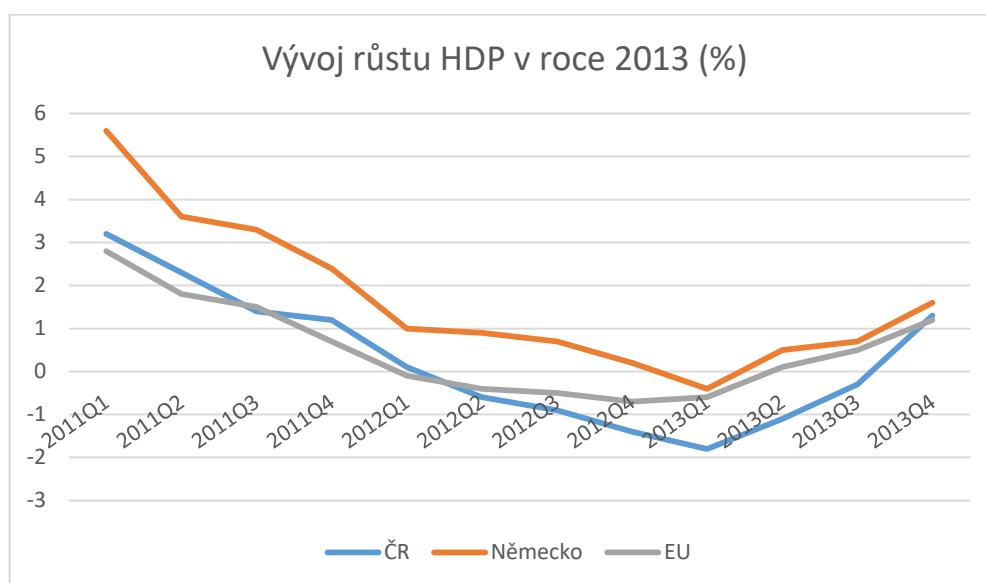
Inflace se v průběhu roku 2013 držela v dolní hranici tolerančního pásma. Stále se na její výši projevoval vliv zvýšení nepřímých daní z roku 2012. Inflaci držela v kladných číslech také vysoká cena pohonných hmot. Bez nich by inflace byla podle prognóz ČNB záporná. Jediný měsíc, kdy inflace vybočila z cílovaného pásma, byl říjen, kdy meziroční růst cen dosahoval velikosti pouze 0,9 %. Na konci roku jsme již mohli pozorovat vliv intervencí na růst inflace.

**Graf 45 Vývoj inflace v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



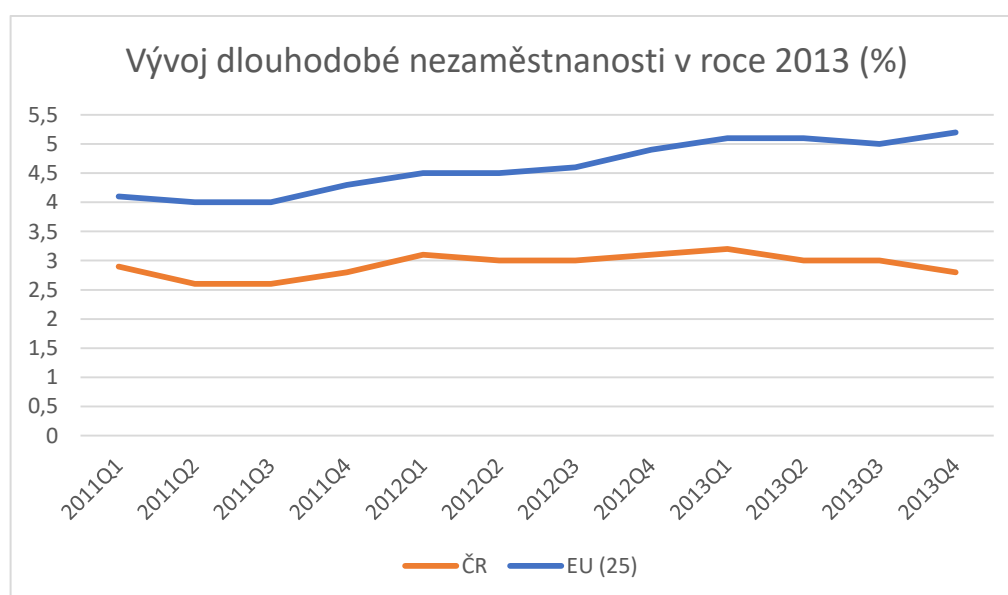
Česká ekonomika byla první tři čtvrtletí roku 2013 v recesi. Největší meziroční pokles výkonosti ekonomiky byl zaznamenán v prvním čtvrtletí (-1,8 %), v dalších kvartálech nabrala ekonomika vzestupný trend, ale z recese se vymanila až ve 4. čtvrtletí, kdy dosahovala hodnoty meziročního růstu HDP 1,3 %. Na růst HDP v posledním čtvrtletí měl vliv posílení pozice českých exportérů díky slabší koruně vlivem intervencí ČNB na devizovém trhu.

**Graf 46** Vývoj růstu HDP v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



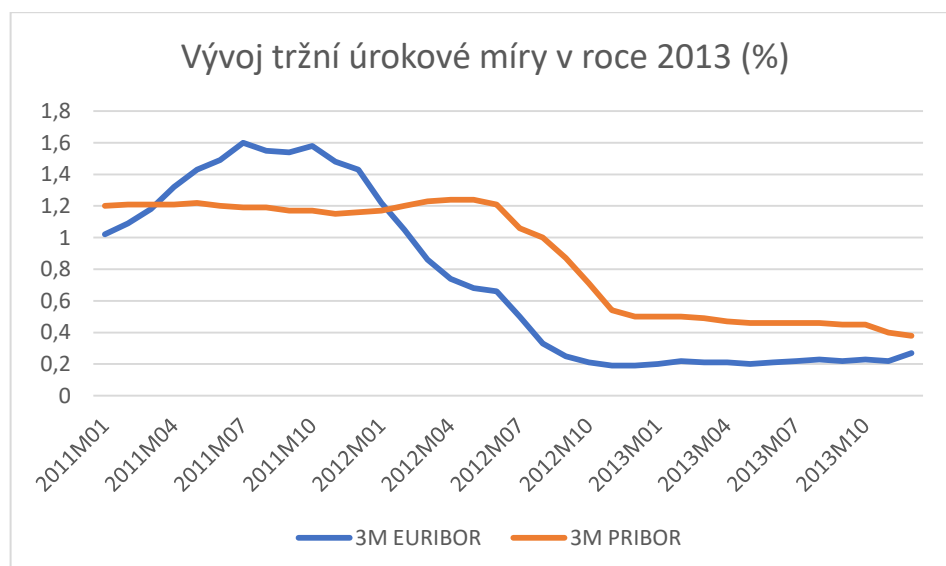
Růst HDP v posledním čtvrtletí se projevil i v nezaměstnanosti, která po stagnaci v průběhu roku, nabrala v posledním čtvrtletí sestupný trend.

**Graf 47** Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



Tržní úrokové sazby se nadále pohybovaly na rekordně nízkých hodnotách. Sazba pro mezibankovní transakce PRIBOR kolísala v rozmezí kolem hranice 0,4 %. Po celý rok byla na přibližně dvojnásobné výši než její evropský ekvivalent EURIBOR. Na konci roku se rozdíl mezi těmito sazbami začal zmenšovat.

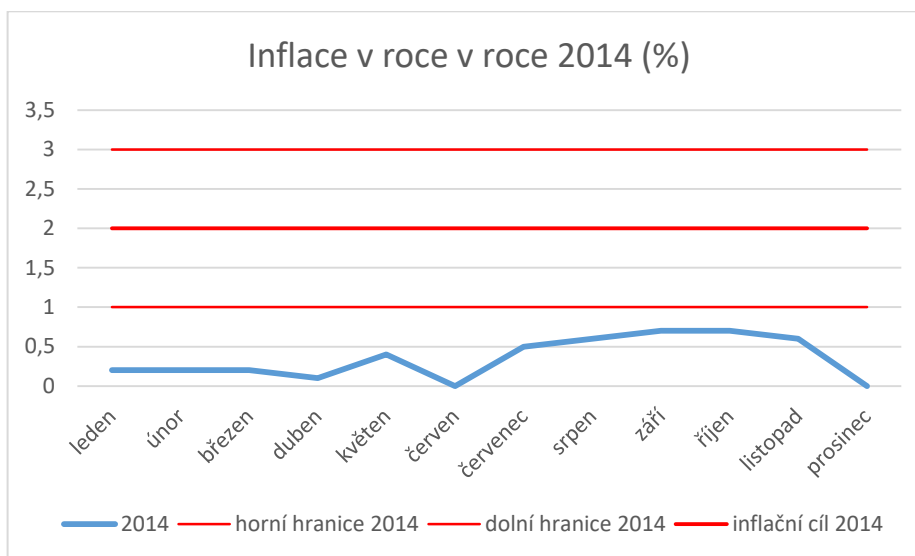
**Graf 48** Vývoj tržní úrokové míry v roce 2013 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



## 5.9. Rok 2014

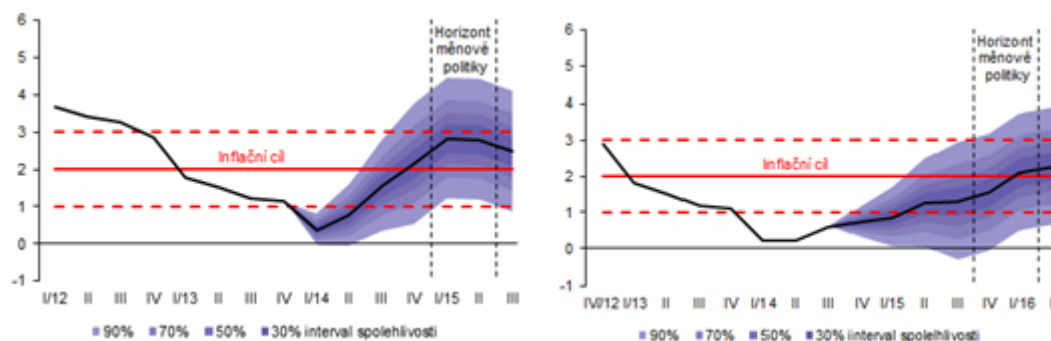
Hlavním cílem ČNB bylo i v roce 2014 udržet inflaci na vytyčené úrovni, která byla pro rok 2014 stanovena stejně jako v předešlých letech na úrovni 2% s tolerancí +/- jedno procento. (Česká národní banka, nedatováno g) Tohoto cíle se ČNB dosáhnout nepodařilo. Míra inflace se držela po celý rok pod tolerančním pásmem. Důvody pro nízkou inflaci byly za prvé odeznění daňových změn z uplynulých let a za druhé výrazný pokles cen ropy na světových trzích. Největší vliv poklesu cen ropy byl v posledních měsících roku, kdy se jejich zásluhou inflace dostala znovu až k nulové hranici.

**Graf 49 Vývoj inflace v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)**



Prognózy inflace, které vydává Česká národní banka s čtvrtletní pravidelností, s postupem roku mírnily své předpovědi očekávaného rychlého růstu inflace (viz. prognóza z února 2014) na růst pozvolnější (viz. prognóza z listopadu 2014).

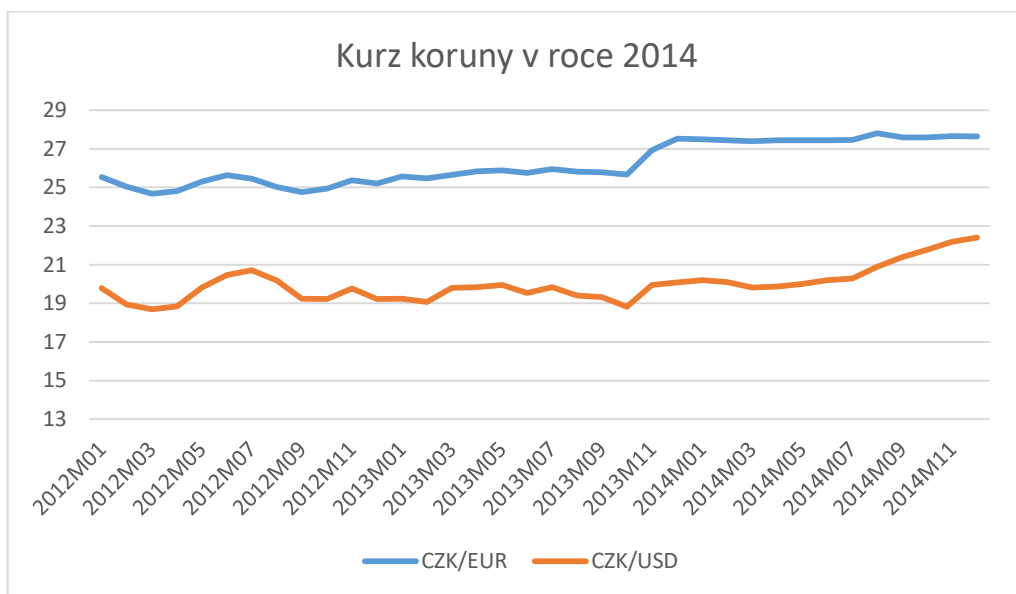
**Graf 50 Prognózy inflace ČNB z února a listopadu 2014**



**Zdroj:** [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

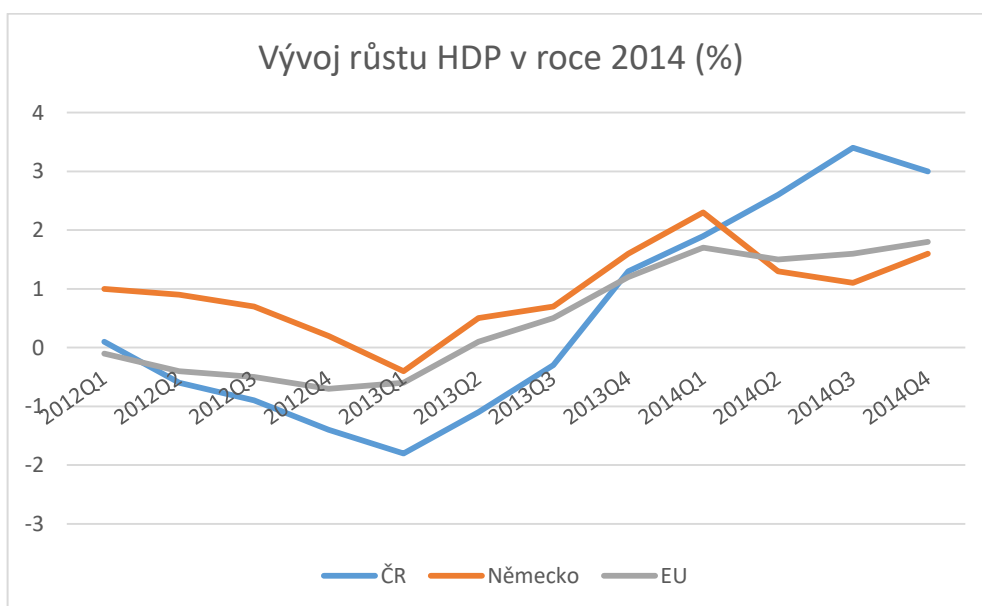
Česká národní banka pokračovala v plnění svého kurzového závazku na hranici 27 CZK/EUR a rada ČNB odhlasovala jeho prodloužení minimálně do poloviny roku 2016. (Česká národní banka, 2014) Po vyhlášení kurzového závazku se kurz koruny vůči euru ustálil přibližně na úrovni 27,50 CZK/EUR a kolem této hranice se pohyboval i po celý rok 2014. Kurz koruny vůči dolaru oslabil v průběhu roku přibližně o tři koruny. Dolar byl v roce 2014 jednou z nejvíce posilujících měn a výrazně posílil i vůči euru a většině světových měn.

**Graf 51 Vývoj kurzu koruny v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



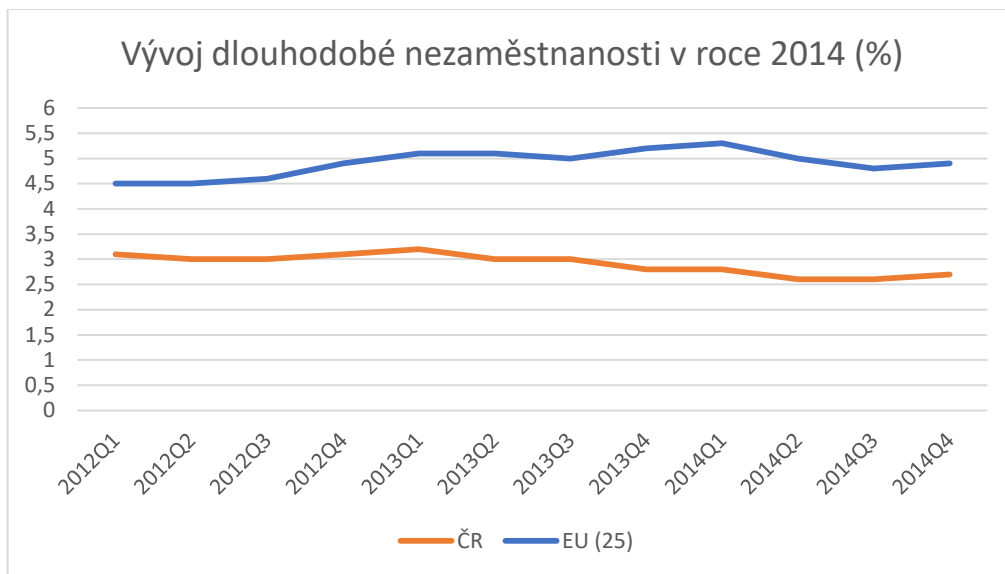
Kurzový závazek a s ním spojené oslabení koruny mělo za důsledek očekávané oživení české ekonomiky, která se v roce 2014 dostala do zelených čísel. Ve třetím čtvrtletí meziroční růst HDP dosáhl na hodnotu 3,4%. Největší vliv na růst HDP měl zahraniční obchod. Dovoz zboží a služeb stoupl meziročně o 10 % a vývoz zboží a služeb o 8,6%. Také byl zaznamenán růst investic a spotřeby díky zastavení odkládání spotřeby ze strany domácností a podniků.

**Graf 52 Vývoj růstu HDP v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



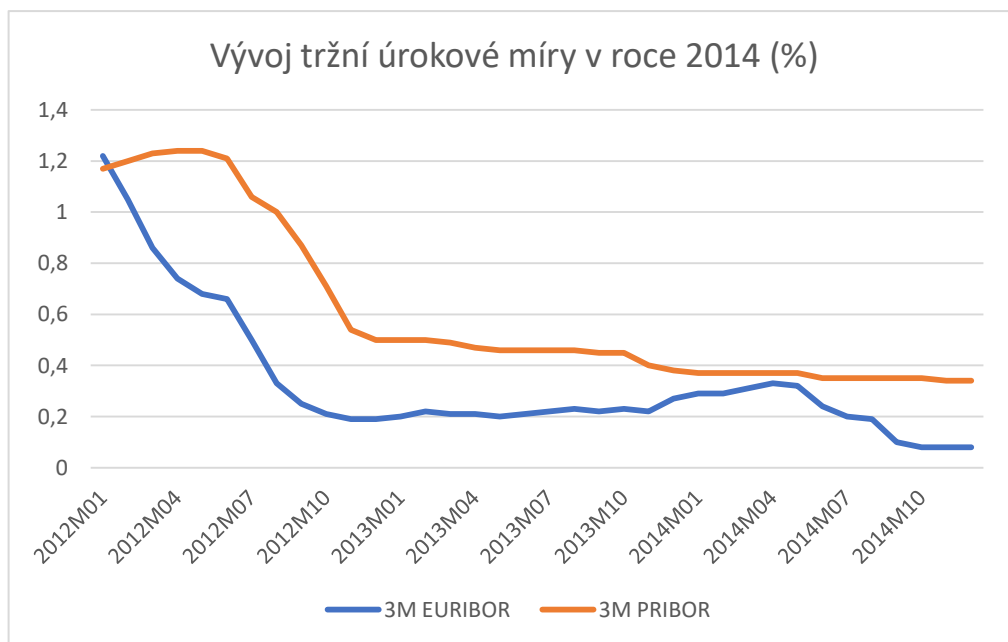
Růst ekonomiky měl pozitivní dopad i na nezaměstnanost a růst mezd. Obecná míra nezaměstnanosti klesla ze 7 % (rok 2013) na 5 %. Dlouhodobá míra nezaměstnanosti v průměru za rok 2014 klesla o 0,3 %.

**Graf 53 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Tržní úroková míra PRIBOR se celý rok držela lehce pod hodnotou 0,4 % s mírně klesající tendencí. Po celý rok se stejně jako v uplynulých letech držela nad svým evropským ekvivalentem EURIBOR.

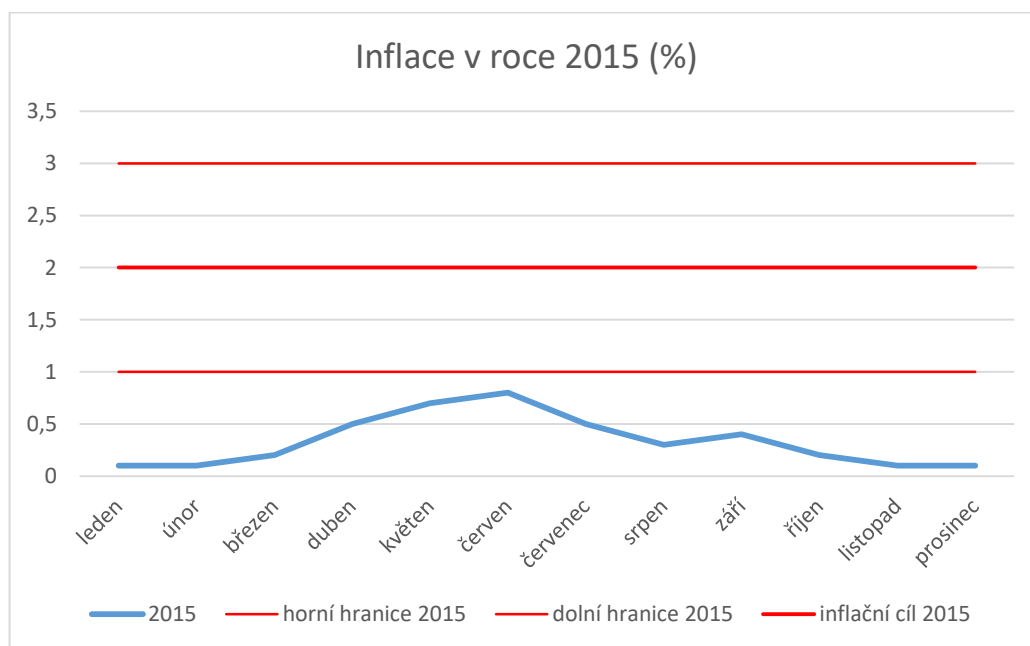
**Graf 54 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2014 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



## 5.10. Rok 2015

Inflace v roce 2015 zůstávala i přes rychlý růst domácí ekonomiky hluboko pod vytyčeným cílem ČNB, který je od roku 2010 stanoven na hranici 2% s jednocentní tolerancí. Nenaplnění inflačních cílů ČNB bylo způsobené zejména nízkou cenou ropy na světovém trhu. V prvním pololetí se přibližovala vytyčenému inflačnímu pásmu a v červnu se mu přiblížila nejbližší, kdy dosahovala hodnoty 0,8 %. V druhé polovině roku pak opět vinou výše uvedených důvodů začala klesat směrem k nulové hranici. Korigovaná inflace bez vlivu ceny pohonných hmot dosahovala v roce 2015 hodnoty 1,5 %. Česká národní banka ohlásila, že bude tolerovat dočasně nízkou inflaci vlivem ceny ropy a považovala jí za kladný nabídkový šok. (Česká národní banka, 2015)

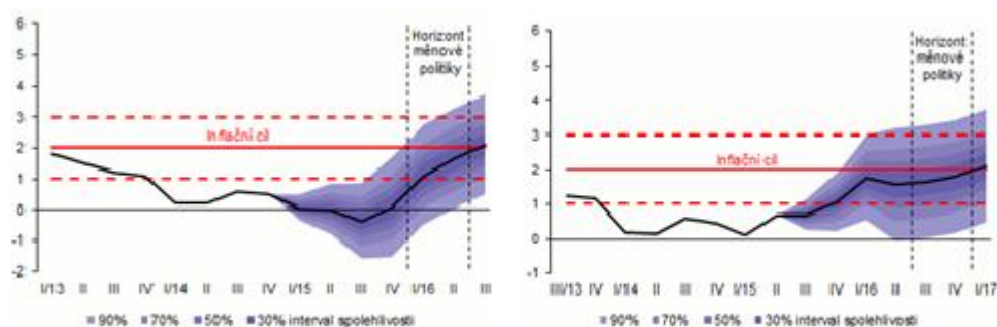
Graf 55 Vývoj inflace v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: ČSÚ)



Prognózy inflace ČNB ze začátku roku opět předpovídaly relativně velký růst inflace a návrat na cílovanou hodnotu v blízkém horizontu. Avšak stejně jako v roce 2014 se s postupem roku předpokládaný horizont návratu inflace na cílovanou hodnotu zvětšoval. Na grafu číslo 56 můžeme vidět předpověď z února 2016, která očekává návrat inflace k hranici 2% už v průběhu roku 2016 a předpověď ze srpna, ve které je dosažení hranice dvou procent posunuto až do roku 2017.



Graf 56 Prognózy inflace ČNB z února a srpna 2015

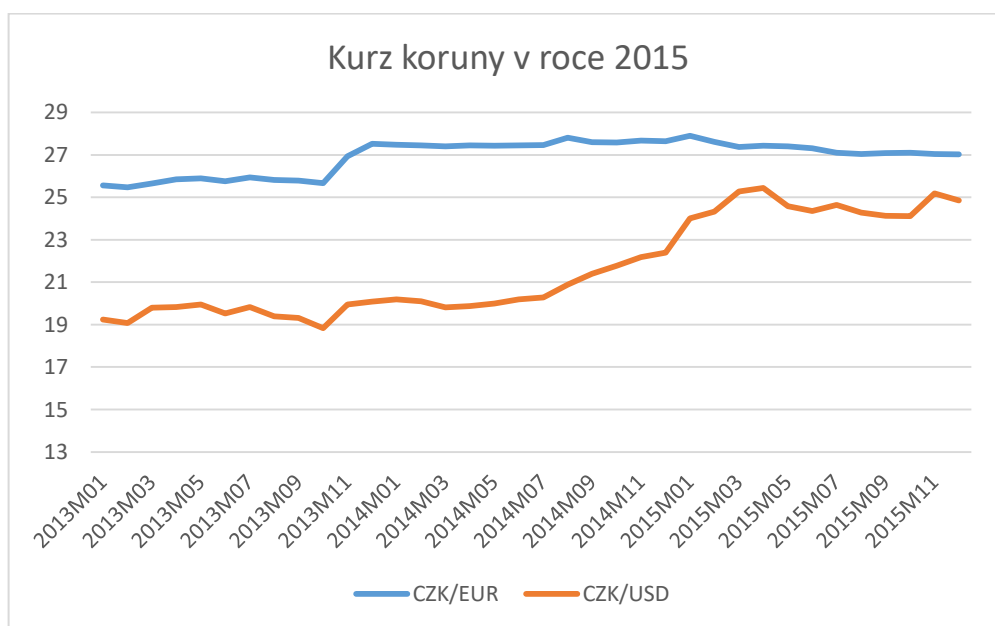


Zdroj: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/predchozi\\_prognozy/index.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/index.html)

Od podzimu roku 2013 se ČNB snažila oživit českou ekonomiku závazkem držet kurz koruny na úrovni 27 CZK/EUR. V roce 2015 bankovní rada na svém zasedání rozhodla tento závazek prodloužit až do roku 2017.

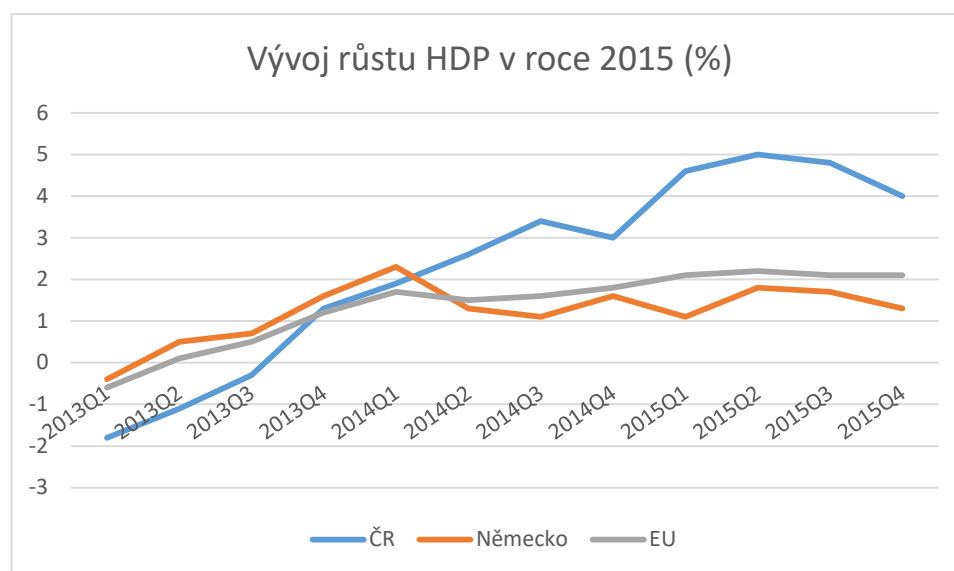
Kurz koruny vůči euru ihned od počátku roku klesal směrem k hranici kurzového závazku a ČNB musela v druhé polovině roku silně intervenovat (nakupovat eura a prodávat korunu) na devizovém trhu aby kurz koruny udržela nad touto hranicí. Od vyhlášení kurzového závazku v roce 2013 se jednalo o první automatické intervence na devizovém trhu. Kurz koruny se tedy v druhém pololetí 2015 držel jen velmi nízko nad 27 CZK/EUR a to díky aktivitě ČNB.

Graf 57 Vývoj kurzu koruny v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



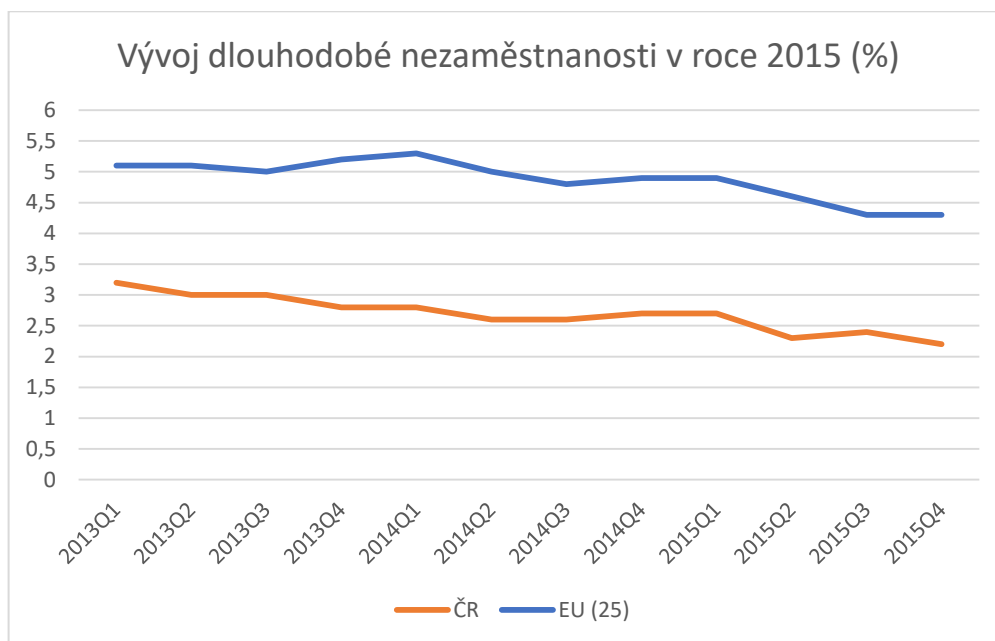
Rok 2015 byl v otázce ekonomického růstu poměrně úspěšný. Růst HDP se ve všech čtyřech čtvrtletích pohyboval nad hranicí 4%. Největší růst byl zaznamenán v druhém čtvrtletí, a to meziroční nárůst HDP o 5%. Nejnižší v posledním čtvrtletí a to na hodnotě právě čtyř procent. Na růstu HDP měl největší zásluhu růst investic (10%) a také růst zahraničního obchodu a spotřeby. Růst byl podporován extrémně nízkými úrokovými sazbami a oslabeným kurzem koruny. Svůj vliv měla také nízká cena ropy na světovém trhu.

**Graf 58** Vývoj růstu HDP v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)



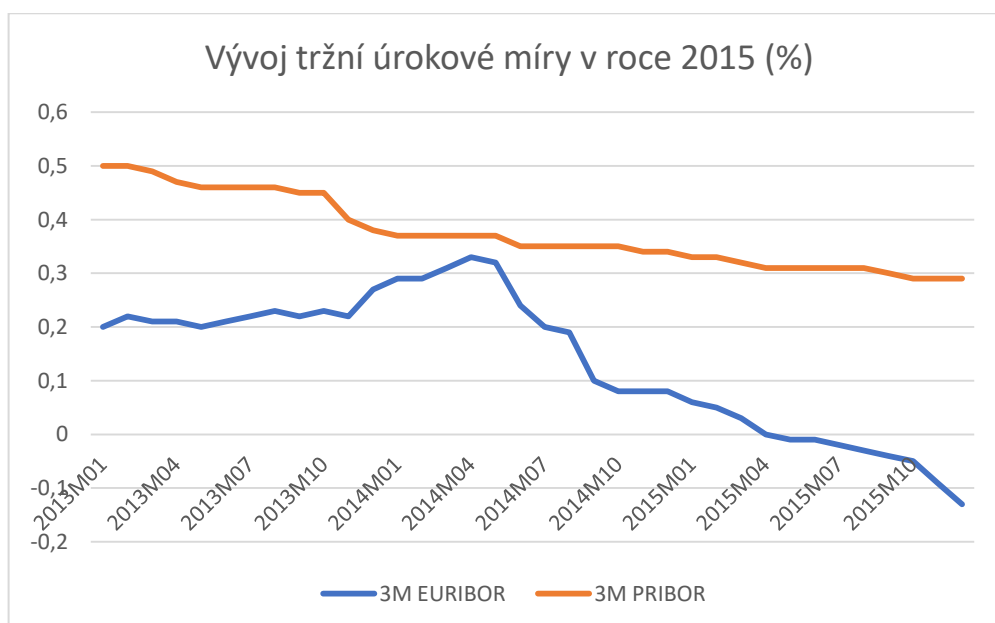
V návaznosti na příznivý ekonomický vývoj se kladně vyvíjela také situace na trhu práce. Společně s růstem HDP rostla tvorba pracovních míst a klesala nezaměstnanost. Obecná míra nezaměstnanosti klesla meziročně z 6,1 % na 5 %. Dlouhodobá nezaměstnanost pak z 2,7 % na 2,4 %.

**Graf 59 Vývoj obecné míry dlouhodobé nezaměstnanosti v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



Tržní úrokové sazby v ČR (v grafu číslo 60 zastoupeny sazbou PRIBOR) pokračovaly v mírně klesajícím trendu z minulého roku a rok zakončily na úrovni těsně pod hranicí 0,3%. Evropské tržní úrokové sazby byly oproti našim domácím sazbám poměrně výrazně nižší a na konci roku se dostaly až do záporných hodnot (v prosinci dosahovala hodnota úrokové míry EURIBOR -0,13%).

**Graf 60 Vývoj tržní úrokové míry v roce 2015 (vlastní zpracování, zdroj dat: Eurostat)**



## 6. Výsledky a diskuze

Svého hlavního cíle tedy dosáhnoutí ročního růstu inflace ve výši vytyčené pásmem pro cílování inflace se České národní bance podařilo přesně v polovině roků sledovaného období 2006 až 2015. Nejúspěšnějším obdobím dle tohoto hlediska byl rok 2010, kdy se průměrný roční růst inflace lišil od vytyčeného cíle jen o 0,1 %, a také, tomuto roku předcházející, rok 2009 který se svým průměrným růstem cenové hladiny také bezpečně vešel do vytyčeného pásma. Naopak nejhorším rokem z hlediska plnění hlavního cíle ČNB byl rok 2008, kdy se ve stejném okamžiku sešlo několik proinflačních stimulů, jako zvýšení daňové sazby a vysoká cena ropy na světovém trhu vinou vyvrcholení světové finanční krize. To se odrazilo na průměrném ročním růstu inflace, která v tomto roce dosahovala 6,3% a přesahovala vytyčený inflační cíl o 3,3%. V průměru za sledované období se skutečný růst inflace lišil od cílované inflace o 1,3%.

Česká národní banka používala své měnověpolitické nástroje v čele s hlavním (měnověpolitickou úrokovou sazbou) v souladu s ekonomickou teorií a v době, kdy vyčerpala možnosti svého hlavního nástroje (snížením své hlavní úrokové sazby na minimální možnou úroveň – úroveň technické nuly) přišla s alternativním nástrojem měnové politiky, kterým bylo vyhlášení kurzového závazku koruny vůči euru na hranici 27 CZK/EUR v listopadu roku 2013. Tímto krokem podpořila měnovou expanzi a odvrátila reálně hrozící deflaci, která by přinesla s ní související negativní efekty, jakými jsou nárůst reálné dluhové zátěže, snižování mezd nebo propuknutí deflačně-recesivní spirály. Vyhlášeného kurzového závazku, který způsobil skokové oslabení koruny, dosáhla Česká národní banka intervencemi na devizovém trhu. Provedením tohoto kroku spustila požadovaný transmisní mechanismus – podpořila české exportéry díky výhodnějšímu měnovému kurzu pro vývoz zboží, dále se díky zdražení zahraničního zboží přeměrovala spotřeba ze zahraničního zboží na domácí, to mělo vliv na zlepšení hospodářských výsledků domácích firem a následný nárůst domácích investic, s tím byl spojený pokles nezaměstnanosti a růst mezd. Vše výše zmíněné způsobilo proinflační stimul, který hrozící deflaci zabránil. Pokud by centrální banka kurzový závazek nevyhlásila, s největší pravděpodobností by došlo k deflaci spojené s nízkým ekonomickým růstem, s kterým by se česká ekonomika vypořádávala s velkou pravděpodobností ještě dnes.

Z analýzy makroekonomických ukazatelů vyplývá, že česká ekonomika, jakožto malá otevřená ekonomika, je silně závislá na hospodářském vývoji svých obchodních partnerů v čele s naším nejvýznamnějším, kterým je Německo. Je tomu tak díky silnému zastoupení složky zahraničního obchodu ve skladbě domácího hospodářského produktu. To dokumentují roky 2008 a 2009, kdy se i přes domácí spotřebu v kladných hodnotách, česká ekonomika dostala do recese, vinou výrazného poklesu objemu zahraničního obchodu.

České ekonomika až na pár výkyvů (v letech po celosvětové hospodářské krizi (2009,2010) a dobou před zahájením devizových intervencí prokazuje stabilní hospodářský růst několika procent, s kterým koreluje i vývoj nezaměstnanosti. Nejúspěšnější období z hlediska růstu HDP bylo v letech 2006 a 2007, kdy dosahoval průměrný růst 6,9 respektive 5,5 %. Poté následovalo již zmíněné období recese vyvolané celosvětovou hospodářskou krizí (v roce 2009 byl meziroční růst HDP – 4,8 %), ze kterého se růst české ekonomiky dostal na předkrizovou úroveň až v posledním roce analýzy (v roce 2015 dosahoval meziroční růst HDP 4,5 %)

## 7. Závěr

V případě, že jako měřítko úspěšnosti měnové politiky České národní banky zvolíme pouze naplnění jejího hlavního cíle, tedy udržení cenové hladiny v pásmu pro cílování inflace, které od roku 1998 vyhláší Česká národní banka, můžeme prohlásit, že se hlavní cíl České národní bance dařilo plnit jen z části - průměrný roční růst inflace se ve vytyčeném pásmu nacházel ve sledovaném období 2006 -2015 pouze pětkrát. Jenže na problém nelze nahlížet takto jednoduše Česká národní banka může svými měnovými nástroji hladinu inflace ovlivnit jen z části. Na vývoj cenové hladiny má výrazný vliv spousta dalších proměnných jako globální hospodářská situace, globální politická situace, vývoj cen komodit na světovém trhu, fiskální zásahy státu atp., které Česká národní banka nemůže sama ovlivnit. Proto je složité najít přesné měřítko pro hodnocení měnové politiky České národní banky.

Díky provedené analýze vývoje makroekonomických ukazatelů v závislosti na změně měnově politických nástrojů v praktické části práce, můžeme konstatovat, že Česká národní banka postupuje při nastavení svých měnových nástrojů v souladu s ekonomickou teorií a makroekonomickými prognózami a její kroky podporují ekonomické procesy vedoucí k naplnění vytyčených cílů. Kladně je také hodnocen dopad devizových intervencí, které přesně splnily svůj účel a zabránily hrozící deflaci spojené s recesí a naopak podpořili růst inflace a českého hospodářství jako celku.

Otázkou do budoucna, je jak se bude ekonomika vyvíjet po ukončení kurzového závazku, který je plánován na první polovinu roku 2017.

Práce může být přínosem pro osoby, které zajímá, jakým způsobem funguje centrální bankovníctví v České republice, a jaké dopady mají změny měnověpolitických nástrojů České národní banky na českou ekonomiku a tím i na každého z nás.

## 8. Seznam použitých zdrojů

**Česká národní banka. 2010.** 3. Situační zpráva o hospodářském a bankovním vývoji. [Online] 6. květen 2010. [Citace: 21. říjen 2016.] [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/br\\_zapisy\\_z\\_jednani/2010/download/tk\\_03sz2010\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2010/download/tk_03sz2010_cz.pdf).

— **2014.** 8. Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji. [Online] 17. prosinec 2014. [Citace: 15. listopad 2016.] [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/br\\_zapisy\\_z\\_jednani/2014/download/tk\\_08sz2014\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2014/download/tk_08sz2014_cz.pdf).

— **nedatováno c.** Bankovní rada ČNB. *webová stránka České národní banky*. [Online] nedatováno c. [Citace: 10. říjen 2016.] [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/bankovni\\_rada/index.html](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/bankovni_rada/index.html).

— **nedatováno f.** Jak vzniká prognóza. *webové stránky České národní banky*. [Online] nedatováno f. [Citace: 11. listopad 2016.] [https://www.cnb.cz/cs/faq/jak\\_vznika\\_prognosa.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_vznika_prognosa.html).

— **nedatováno e.** Jaké jsou měnové režimy politiky. *webová stránka České národní banky*. [Online] nedatováno e. [https://www.cnb.cz/cs/faq/jake\\_jsou\\_rezimy\\_menove\\_politiky.html](https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html).

— **nedatováno g.** Měnová politika - cílování inflace. *webové stránky ČNB*. [Online] nedatováno g. [Citace: 20. říjen 2016.] [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html).

— **nedatováno d.** Měnověpolitické nástroje. *webová stránka České národní banky*. [Online] nedatováno d. [Citace: 18. prosinec 2016.] [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/).

— **nedatováno b.** o ČNB. *webová stránka České národní banky*. [Online] nedatováno b. [Citace: 09. Prosinec 2017.] [http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/).

— **nedatováno h.** Parametry dodávací repo operace. *webová stránka České národní banky*. [Online] nedatováno h. [Citace: 10. prosinec 2016.] [http://www.cnb.cz/cs/financni\\_trhy/penezni\\_trh/parametry\\_dodavaci\\_repo.html](http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/parametry_dodavaci_repo.html).

— **nedatováno a.** Úloha měnové politiky. *webová stránka České Národní Banky*. [Online] nedatováno a. [Citace: 17. Prosinec 2016.] [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/uloha.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html).

— **2015.** Výroční zpráva 2015. [Online] 2015. [Citace: 18. listopad 2016.] [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2015.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2015.pdf).

— **2006.** Výroční zpráva ČNB za rok 2006. [Online] 2006. [Citace: 9. Září 2016.] [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2006.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2006.pdf).

— **2007.** Zpráva o inflaci 2007/IV. [Online] 2007. [Citace: 10. září 2016.] [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2007/2007\\_rijen/download/zoi\\_10\\_2007.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2007/2007_rijen/download/zoi_10_2007.pdf).

— **2012.** Zpráva o inflaci 2012/4. [Online] 2012. [Citace: 5. listopad 2016.] [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2012/2012\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2012.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2012/2012_IV/download/zoi_IV_2012.pdf). 1804-2457.

— **2013.** Zpráva o inflaci 2013/IV. [Online] 2013. [Citace: 10. listopad 2016.] [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2013/2013\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2013.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/download/zoi_IV_2013.pdf). 1804-2457.

— **2011.** Zpráva o inflaci IV/2011. [Online] 11. listopad 2011. [Citace: 5. listopad 2016.] [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/tiskove\\_zpravy\\_cnb/2011/20111111\\_zoi\\_IV\\_2011.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2011/20111111_zoi_IV_2011.html).

**Frait, Jan. nedatováno.** *Bankovníctví a měnová politika*. nedatováno.

*Inflace je užitečná.* **Skořepa, Michal. 2005.** 17. říjen 2005, Respekt. 0862-6545.

**Jílek, Josef. 2004.** *Peníze a měnová politika*. Praha : Grada, 2004. 80-247-0769-1.

**Jindra, Vojtěch. nedatováno.** Měnová politika. [Online] nedatováno. [Citace: 3. prosinec 2016.] [https://edu.uhk.cz/~jindrvo1/files/maek1/texty/11\\_Menova\\_politika.pdf](https://edu.uhk.cz/~jindrvo1/files/maek1/texty/11_Menova_politika.pdf).

**Kozelský, Tomáš a Macháček, Vít. 2016.** *Kvantitavní uvolňování aneb tisknout je snadné*. Praha : EU OFFICE / KNOWLEDGE CENTRE - Česká spořitelna, a.s., Březen 2016.



**Kvizda, Martin. 1999.** *Centrální banka a národní hospodářství.* Brno : Masrykova Univerzita v Brně, 1999. 80-210-1942-5.

**Palouček, Stanislav. 2006.** *Bankovníctví.* Praha : C. H. Beck, 2006. 80-7179-462-7.

**Patria online. 2011.** Vláda schválila zvýšení dolní sazby DPH od roku 2012 na 14 %. Zdražit mohou potraviny, léky či tisk. *Patria.cz.* [Online] 25. květen 2011. [Citace: 3. listopad 2006.] <https://www.patria.cz/zpravodajstvi/1831315/vlada-schvalila-zvyseni-dolni-sazby-dph-od-roku-2012-na-14-zdrazit-mohou-potraviny-leky-ci-tisk.html>.

**Pavlát, Vladislav. 2004.** *Centrální bankovníctví.* Praha : Vysoká škola finanční a správní, 2004. 80-86754-29-4.

**Revenda, Zbyněk, a další. 2012.** *Peněžní ekonomie a bankovníctví.* Praha : Management press, 2012. 978-80-7261-240-6.

**Revenda, Zdeněk. 1999.** *Centrální Bankovníctví.* Praha : Management Press, 1999. 80-85943-89-1.

**Singer, Miroslav. 2010.** Přijetí eura Českou republikou očima ČNB. *web České národní banky.* [Online] 2010. [Citace: 10. září 2016.] [http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20100622\\_mpo.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100622_mpo.pdf).

**Soukup, Jindřich, a další. 2010.** *Makroekonomie.* Praha : Management Press, 2010. 978-80-7261-219-2.

**Zákon o České národní bance.** Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance,. [Online] <https://portal.gov.cz/app/zakony/zakonPar.jsp?idBiblio=40505&nr=6~2F1993&rpp=15#local-content>.