

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

**Monetární politika centrálních bank a intervence na
měnovém trhu v zemích EU**

Veronika Šišmová

© 2016 ČZU v Praze

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Veronika Šišmová

Podnikání a administrativa

Název práce

Monetární politika CB a intervence na měnovém trhu v zemích EU

Název anglicky

Monetary Policy Of Central Banks And Interventions In The Currency Market In The EU

Cíle práce

Cílem diplomové práce bude popis a analýza přímých a nepřímých nástrojů monetární politiky centrálních bank. V rešeršní části práce budou vysvětleny pojmy a teoretická východiska související s tematikou měnové politiky. Praktická část bude zaměřena na rozbor a porovnání nástrojů jednotlivých centrálních bank v kontextu měnových trhů Evropské unie. Jako pomyslní figuranti byly vybrány centrální banky zemí s různým měnovým režimem.

Metodika

K dosažení cílů diplomové práce budou použity základní metody deskripce, analýzy a komparace jednotlivých nástrojů monetární politiky a jednotlivých centrálních bank. Rešeršní část bude založena na studiu a rozboru odborné literatury a informačních zdrojů. V praktické části bude využito především metody komparace a na základě syntézy teoretických poznatků budou formulovány závěry diplomové práce.

Doporučený rozsah práce

60-80 stran

Klíčová slova

Monetární politika, Centrální banka, Intervence, Měnový trh, Euro, Měnový kurz, Inflace

Doporučené zdroje informací

DURČÁKOVÁ, Jaroslava MANDEL, Martin. Mezinárodní finance, 4. vydání. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

HOLMAN, Robert. Ekonomie, 5. vydání. Praha: C. H. Beck, 2011. ISBN 978-80-7400-006-5.

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

MANDEL, Martin TOMŠÍK, Vladimír. Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, 2. vydání. Praha: Management Press, 2009. ISBN 978-80-7261-185-0.

POLOUČEK, Stanislav a kol. Peníze, banky, finanční trhy. Praha: C.H. Beck,

REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-051-1. 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.

Předběžný termín obhajoby

2015/16 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Erika Urbánková, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 3. 9. 2014

doc. Ing. Josef Brčák, CSc.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 11. 11. 2014

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 29. 03. 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Monetární politika centrálních bank a intervence na měnovém trhu v zemích EU" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu literatury na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 23.3.2016

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala vedoucí mé diplomové práce Ing. Erice Urbánkové, Ph.D. za konzultace a vedení této diplomové práce.

Monetární politika centrálních bank a intervence na měnovém trhu v zemích EU

Monetary policy of central banks and interventions in the currency market in the EU

Souhrn

Tato diplomová práce se zabývá problematikou centrálního bankovníctví, monetární politiky centrálních bank a nástroji, které jsou třeba pro její uplatňování a jednotlivými institucemi centrálního bankovníctví České republiky a Slovenska. Práce je rozdělena na část teoretickou, formou literární rešerše, a část analytickou. V teoretické části jsou vymezeny pojmy důležité k pochopení problematiky centrálního bankovníctví a monetární politiky, nástrojů monetární politiky a inflace, která s touto problematikou úzce souvisí. Analytická část je založena na analýze a následné komparaci měnové politiky České národní banky, Národní banky Slovenska (Evropské centrální banky) a jejího dopadu na ekonomiku České republiky a Slovenska v letech 2004-2014.

Summary

This thesis deals with central banking, monetary policies of central banks and the instruments that are necessary for the implementation of the various institutions and central banking in the Czech Republic and Slovakia. The work is divided into theoretical part, a literary review and analytical part. The theoretical part defines terms important to the understanding of central banking and monetary policy tools of monetary policy and inflation, that this issue is closely related. The analytical part is based on an analysis and comparison of monetary policy ČNB, NBS (ECB) and their influence on economy of Czech Republic and Slovakia in 2004-2014.

Klíčová slova: Centrální banka, Monetární politika, EU, Česká národní banka, Intervence, Národní banka Slovenska, Evropská centrální banka, Měnový kurz, Inflace.

Keywords: The central bank, Monetary policy, The EU, The Czech National Bank, Interventions, National Bank of Slovakia, The European Central Bank, The exchange rate, Inflation.

Obsah

1	Úvod.....	10
2	Cíl práce a metodika	11
3	Teoretická východiska	12
3.1	Bankovní systémy	12
3.2	Centrální bankovníctví.....	14
3.2.1	Funkce centrálních bank	15
3.2.2	Bilance centrální banky	18
3.3	Monetární politika centrální banky	20
3.3.1	Podstata měnové politiky.....	20
3.3.2	Transmisní mechanismus.....	21
3.3.3	Měnové agregáty a měnová báze.....	23
3.3.4	Konečné cíle měnové politiky	24
3.3.5	Devizová činnost.....	24
3.4	Nástroje monetární politiky.....	25
3.4.1	Nepřímé (neadministrativní, tržní) nástroje.....	26
3.4.2	Přímé (administrativní, direktivní) nástroje.....	31
3.4.3	Nástroje působící přímo i nepřímo	33
3.5	Inflace.....	34
3.5.1	Cílování inflace.....	34
3.5.2	Dopady inflace	36
3.5.3	Index spotřebitelských cen (CPI).....	37
3.5.4	Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HCPI)	37
3.6	Vybrané instituce centrálního bankovníctví.....	38
3.6.1	Česká národní banka	38

3.6.2	Národní banka Slovenska.....	43
3.6.3	ECB + EMS	44
4	Analytická část.....	47
4.1	Monetární politika ve vybraných zemích EU	47
4.1.1	Situace v ČR v letech 2004-2008	47
4.1.2	Situace v ČR v letech 2009-2013	54
4.1.3	Situace v ČR v letech 2013-2014 – období devizových intervencí.....	61
4.1.4	Situace v SR v letech 2004-2008 (NBS)	66
4.1.5	Situace v SR v letech 2009-2014 (ECB)	73
5	Výsledky a diskuze	81
6	Závěr	84
7	Seznam použitých zdrojů.....	86

Seznam obrázků

Obr. 1: Základní členění bankovních systémů v tržních ekonomikách.....	13
Obr. 2: Rovnováha na peněžním trhu.....	21
Obr. 3: Členění měnových nástrojů podle dopadu na bankovní sektor.....	26
Obr. 4: Vliv operací na volném trhu na rezervy bank, krátkod. úr. míru a měnový kurs....	27
Obr. 5: Vývoj inflace v ČR v letech 2004-2008.....	50
Obr. 6: Vývoj směnného kurzu CZK/EUR v letech 2004-2008.....	53
Obr. 7: Vývoj inflace v ČR v letech 2009-2014.....	58
Obr. 8: Vývoj směnného kurzu CZK/EUR v letech 2009-2014.....	60
Obr. 9: Devizové intervence prováděné ČNB v letech 2004-2014.....	63
Obr. 10: Vývoj inflace v SR v letech 2004-2008 (použita metodika CPI).....	70
Obr. 11: Vývoj směnného kurzu SKK/EUR v letech 2004-2008.....	73
Obr. 12: Vývoj inflace v SR v letech 2009-2014 (použita metodika CPI).....	77
Obr. 13: Vývoj směnného kurzu USD/EUR v letech 2009-2014.....	80
Obr. 14: Hrubý domácí produkt (růst v %, r/r, reálně) v letech 2004-2014.....	81
Obr. 15: Vývoj inflace v letech 2004-2014 (použita metodika HICP).....	82
Obr. 16: Vývoj základních úrok. sazeb v letech 2004-2014 (v %, údaje ke konci roku)....	83

Seznam tabulek

Tab. 1: Zjednodušené schéma bilance centrální banky.....	18
Tab. 2: Hlavní makroekonomické ukazatele ČR 2004-2008.....	48
Tab. 3: Vývoj úrokových sazeb v letech 2004-2008.....	53
Tab. 4: Hlavní makroekonomické ukazatele ČR 2009-2014.....	55
Tab. 5: Vývoj úrokových sazeb ČNB v letech 2009-2014.....	60
Tab. 6: Hlavní makroekonomické ukazatele SR 2004-2008.....	67
Tab. 7: Vývoj úrokových sazeb NBS (údaje ke konci roku) v letech 2004-2008.....	72
Tab. 8: Hlavní makroekonomické ukazatele SR 2009-2014.....	75
Tab. 9: Vývoj úrokových sazeb ECB v letech 2009-2014.....	79

1 Úvod

Monetární politika hraje významnou roli pro hospodaření státu. Je souhrnem opatření a zásad, které mají za úkol skrze měnové nástroje prosazovat naplňování měnově-politických cílů. Provádění monetární politiky mají ve své moci centrální banky každého státu, případně unie či federace. Centrální banky jsou institucemi, které v tržních ekonomikách výrazně ovlivňují ekonomický vývoj, jejich rozhodnutí mají přímý vliv na inflaci a další makroekonomické ukazatele. V České republice tuto funkci plní instituce České národní banky.

O tom, jak je centrální banka schopná ovlivnit ekonomický vývoj bylo možné se v posledních letech v České republice přesvědčit. Česká národní banka od roku 2013 přistoupila k aktivní monetární politice uplatňováním devizových intervencí za účelem zvrácení nepříznivého ekonomického stavu, který směřoval do deflační spirály. Těmito intervenčními zásahy, které spočívají v prostém nákupu velkého obnosu cizí měny za měnu tuzemskou, Česká národní banka ovlivňuje hladinu kurzu domácí koruny, který je takto uměle oslabován. Přistoupení k devizovým intervencím, jejich případná potřeba a dopady se staly ohniskem pro nespočet diskuzí a naprosto protikladných názorů odborné i široké veřejnosti a často se i v současné době – dva roky po prvním intervenčním zásahu objevují na titulních stranách či ve večerních zprávách. Všechny takovéto velké zásahy do ekonomiky země se mohou projevit až v delším časovém intervalu, na což veřejnost nechce čekat. I proto ČNB čelí neustálé kritice za své rozhodnutí, za kterým si ovšem i přese vše pevně stojí. Ekonomika v České republice, stejně jako ve zbytku Evropy, byla před zásahem ČNB velmi utlumená a je to vidět i na rychlosti její reakce, která je velmi rozvážná.

Tato diplomová práce je zaměřena na rozbor měnové politiky České národní banky a jejích dopadů na ekonomickou situaci České republiky a následnou komparaci s měnovou politikou Národní banky Slovenska, potažmo Evropské centrální banky.

2 Cíl práce a metodika

Cílem této diplomové práce je komparace využívání měnové politiky a jejích dopadů na ekonomiku České republiky representované Českou národní bankou a Slovenské republiky representované Národnou bankou Slovenska, potažmo po vstupu do eurozóny Evropskou centrální bankou. Dílčím cílem je komparace a zhodnocení využívání nástroje devizových intervencí v obou zemích.

Teoretická část práce je věnována teoretické rovině ve formě literární rešerše postavené na studiu a následné interpretaci odborných knižních i internetových zdrojů. Vysvětleny jsou základní pojmy a problematika potřebná k hlubšímu pochopení souvislostí a dějů probíhajících při uplatňování monetární politiky centrálními bankami. Popsány jsou i jednotlivé instituce centrálního bankovníctví relevantní pro zaměření této diplomové práce – Česká národní banka, Národná banka Slovenska a Evropská centrální banka.

Praktická část práce obsahuje analýzu měnové politiky České národní banky a Národné banky Slovenska (později Evropské centrální banky) a jejich dopadů na ekonomiku České republiky a Slovenska. Tyto vlivy jsou na závěr vzájemně komparovány a zhodnoceny.

Z metodického aparátu se tato práce opírá o metody analýzy, syntézy a komparace na základě studia odborných literárních zdrojů a zdrojů dat Českého statistického úřadu, Slovenského statistického úřadu a Eurostatu.

3 Teoretická východiska

3.1 Bankovní systémy

Bankovní systém reprezentuje soubor všech bankovních institucí v určitém státě a zároveň upravuje vztahy mezi nimi. Bankovní systém dané země se rozlišuje na jednostupňový nebo dvoustupňový.

Jednostupňové bankovní systémy se objevují v netržních ekonomikách. Nefungují příliš efektivně, protože v nich schází podnikatelské aktivity, a to především obchodních bank. V jednostupňovém bankovním systému totiž realizuje většinu operací jediná centrální banka. Sice zde působí často i další banky, ty ovšem jsou závislé na rozhodnutích z banky centrální. Hlavní úlohou není zisk, nýbrž naplnění ukazatelů, které byly zadány v plánu. Plány jsou přidělovány přímo z „centra“. Jednotlivé banky, tak vykonávají jakousi funkci specializovaných poboček centrální banky. Banky nemohou zkrachovat. Tyto systémy fungovaly až do konce 80. let 20. století ve většině socialistických ekonomik, kde vznikaly po centralizaci dřívějších dvoustupňových systémů. Jednostupňový bankovní systém byl zaveden i v Československu pro období 1950-1989.¹

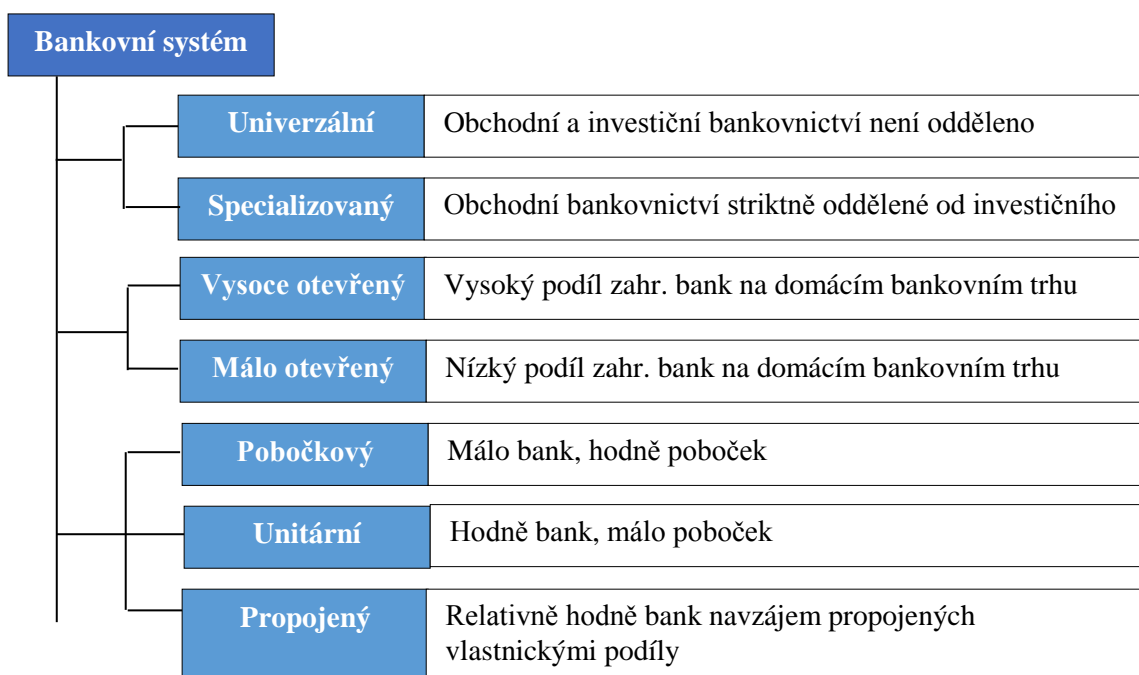
V současném tržním hospodářství bývá bankovní systém dvoustupňový. Dvoustupňové bankovní systémy jsou charakteristické oddělením centrálního a obchodního bankovníctví. Centrální banka zde zabezpečuje funkci makroekonomickou jako tzv. banka státu, kdežto komerční banky plní funkce mikroekonomické. Centrální banka tedy neúvěruje podnikatelský sektor, ani neřídí přímo činnost komerčních bank, nýbrž pouze stanovuje pravidla, kterými reguluje množství bank na daném trhu. V dvoustupňovém systému jsou tedy na prvním stupni obchodní (komerční) banky, jejichž hlavním cílem je maximalizace tržní hodnoty majetku - čili zisku. Jsou samostatné v rozhodování, svou činností ovlivňují výsledky hospodaření a potenciálně se mohou dostat i do úpadku. Úkolem centrální banky na druhém stupni, je pak především

¹ REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

zajišťování stability měny státu. Jedním z prostředků zajišťování stability měny je určování monetární (měnové) politiky státu.

V dvoustupňových bankovních systémech se dá dále členit dle několika kritérií. Nejpodstatnější rozdíly jsou v členění na univerzální a specializované bankovní systémy. Univerzální bankovní systém definuje především to, že zde komerční banky mohou provádět operace s cennými papíry bez větších omezení a investiční banky mohou přijímat primární vklady od veřejnosti. Kdežto ve specializovaných bankovních systémech se aktivity komerčních a investičních bank striktně oddělují. Dále se rozlišují systémy dle míry otevřenosti a uspořádání bank. Podrobné dělení bankovních systémů je vidět na obrázku č. 1 níže.

Obr. 1: Základní členění bankovních systémů v tržních ekonomikách



Zdroj: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

3.2 Centrální bankovníctví

Vznik centrálního bankovníctví se datuje do druhé poloviny 17. století n. l. Historicky byly centrální banky zakládány z počátku přeměnou existujících obchodních bank v banky pověřené státem mimořádnými úkoly a právy, především výsadou emise peněz, úvěrováním státní pokladny, vedením účtů státu a řízením státního dluhu. Později již byly zakládány jako zbrusu nové specializované instituce. V některých zemích centrální banky vznikly na základě poptávky bank po mezibankovním účtování. Centrální banky, jak je známe dnes, začaly vystupovat až asi od poloviny 19. století. Existují ovšem i země, které centrální banku nemají.

Změny v pozici centrálních bank se postupně promítli do základních zásad jejich činnosti. Tyto zásady zprvu sestavil guvernér Bank of England Montagu Collet Norman, Baron of St. Clere a nacházejí uplatnění i v současnosti:

- *nekonkurovat jiným bankám v obchodní činnosti a investičních aktivitách*
- *neúročít vklady přijímané od obchodních a dalších bank*
- *být nezávislou institucí, ale také provádět operace pro vládu*
- *být bankou pro ostatní domácí banky a podporovat rozvoj jejich činnosti (v podobě vhodně stanoveného regulačního rámce)*
- *působit jako zúčtovací centrum pro domácí banky*
- *sbírat potřebné informace o domácích bankách s monitorovat vývoj bankovního systému jako celku*
- *mít oprávnění rozhodovat o úvěrové pomoci bankám*
- *sledovat cíl zdravé měny*
- *podporovat zdraví, bezpečnost, spolehlivost a efektivnost bankovního systému v zemi*
- *podporovat efektivnost, inovace a důvěryhodnost finančních trhů²*

² REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

3.2.1 Funkce centrálních bank

Zpravidla se definuje 7 základních funkcí centrální banky státu. Mezi ně patří funkce emisní, provádění měnové politiky, činnosti v devizové oblasti, regulace a dohled bankovního systému, výkon funkce banky bank, výkon funkce banky státu a reprezentace státu v měnové oblasti.

Emisní funkce centrální banky se zakládá na výsadním právu emitovat nové peníze – bankovky a mince, a staré stahovat z oběhu. Ve spojitosti s touto výsadou centrální banky vykonávají nejrůznější úkoly. Ty spočívají ve správě zásob bankovek a mincí, výměně poničených dále neupotřebitelných bankovek a mincí a stahování neplatných bankovek a mincí z oběhu. Ve všech uvedených případech se jedná o emisi hotovostní. Mimo hotovostní emisi centrální banka provádí i emisi bezhotovostní. Tato činnost ovšem nespadá pouze do funkce banky centrální, ale vykonávají ji i ostatní bankovní ústavy.

Prováděním měnové politiky se centrální banky snaží zabezpečit cenovou stabilitu. Cenová stabilita se ovlivňuje pomocí regulace množství peněz v oběhu. Centrální banky mohou v rámci provádění monetární politiky uplatňovat 3 různé principy:

- a) expanzivní měnovou politiku, pro kterou je typické zvyšování množství peněz v oběhu
- b) restriktivní měnovou politiku, pro kterou je typické snižování množství peněz v oběhu
- c) neutrální měnovou politiku, pro kterou je typické udržování určitého tempa růstu množství peněz v oběhu.³

Do **činnosti centrálních bank v devizové oblasti** náleží řada náročných aktivit. První takovou aktivitou jsou procesy spojené se stanovováním soustavy měnového kurzu domácí měny. Na stanovování soustavy měnového kurzu spolupracuje centrální banka s vládou; může to ovšem být v pravomoci pouze jednoho z nich. Toto stanovení vyjadřuje vlastně cenu domácí měny vyjádřenou v měnových jednotkách zahraniční měny nebo

³ PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. Praha: Eupress, 2004. ISBN 80-86754-29-4.

naopak. Centrální banka také řídí úroveň a pohyb měnového kurzu domácí měny a usměrňuje platební bilanci státu se zahraničím a v neposlední řadě řídí devizové rezervy, jejich hodnotové úrovně a struktury.⁴

Regulace a dohled centrální banky nad bankovní soustavou spočívá především v koncipování a prosazování pravidel činnosti bankovních institucí, tj. v tvorbě právních norem upravujících bankovní podnikání. Výkon bankovního dohledu vyplývá zpravidla ze zákona o centrální bance, zákona o bankách a dalších zákonů, které se vztahují k jejich činnosti. Náplní bankovního dohledu je posuzování žádostí o udělení licence působit jako banka, dohled nad dodržováním podmínek licencí, kontrola plnění právních předpisů a opatření, které centrální banka vydala. Pokud je zjištěn nedostatek v činnosti některé z obchodních bank, ukládá banka centrální opatření k nápravě, případně pokuty či jiné sankce. Může dojít i k odebrání licence, tedy zákazu další činnosti dané banky. Dodržování zásad obezřetného podnikání, které jsou vyjádřeny v opatřeních vydaných centrální bankou, je jednou ze základních dispozic stability bankovní soustavy. Tyto pravidla zahrnují například pravidla úvěrové angažovanosti, řízení likvidity, kapitálové přiměřenosti, tvorba povinných minimálních rezerv a další. Roku 1997 byly Basilejským výborem pro bankovní dohled vydány Základní principy efektivního bankovního dohledu (Basle Core Principles), které zobecňují zkušenosti bankovního dohledu při regulaci bankovního podnikání. Těchto základních principů je celkem 25 a měly být uplatňovány v jednotlivých zemích, aby zajistily integritu bankovních sektorů v internacionálním měřítku.

Další z poslání centrální banky je funkce tzv. **banky bank**, kdy centrální banky vystupují vůči ostatním bankám v zemi jako jejich bankéři. V současné době to zahrnuje především vedení účtů obchodních bank, provádění mezibankovního styku a zúčtování, přijímání vkladů od bank, poskytování úvěrů bankám a provádění operací s bankami s cennými papíry. Vklady obchodních bank u banky centrální jsou povinné nebo dobrovolné. Povinné, známé jako povinné minimální rezervy regulují objemy vkladů, se

⁴ LANDOROVÁ, Anděla. *Centrální bankovníctví*. 2. přepr. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2007. ISBN 978-80-7372-190-9.

kterými mohou obchodní banky disponovat. Účelem těch dobrovolných je být na účtu jako prostředek pro případný mezibankovní styk. Mezibankovní platební styk je však zabezpečován pouze některými centrálními bankami (patří mezi ně ČNB). V ostatních zemích je mezibankovní platební styk zajišťován jinak, například tzv. clearingovými bankami (velké obchodní banky). Úvěry, které centrální banky poskytují, jsou nástrojem regulace nových zdrojů pro danou obchodní banku, ale i zdrojem nového objemu peněz pro celou ekonomiku. Obchodní banky žádají o tyto úvěry kvůli nízké úrokové sazbě, jako o levný zdroj financí, nebo v případě problémů se zajištěním jejich likvidity (úvěry sanačního charakteru).

Funkce **banky státu (vlády)** spočívá ve vedení účtů a provádění operací pro vládu, centrální orgány, orgány místní moci a správy a některé podniky veřejného sektoru. V některých zemích též spravuje státní dluh. Dále sem patří pokladní plnění státního rozpočtu, poskytování úvěrů státnímu rozpočtu či správa devizových rezerv státu a jejich řízení. Funkce centrální banky jako banky státu vychází ze zákonných norem, v nichž je vymezena úroveň její nezávislosti na vládě. Na této bázi jsou vymezeny činnosti, které centrální banka může vykonávat pro danou zemi, případně jejich míru, podmínky a pravidla. Tato funkce centrální banky je historicky nejstarší.

V oblasti **reprezentace státu v měnové oblasti** se centrální banka uplatňuje jako informátor veřejnosti o měnovém vývoji a opatřeních, která se v této souvislosti užívají vůči příslušným ekonomickým subjektům a veřejnosti. V mezinárodním kontextu centrální banka vystupuje jako reprezentant v mnoha organizacích světového významu. Mezi nejdůležitější patří například Mezinárodní měnový fond, Světová banka, Banka pro mezinárodní platby a další.

3.2.2 Bilance centrální banky

Stěžejní informace o transakcích centrální banky lze nalézt v její pravidelně veřejně publikované bilanci (rozvaze). Jako všechny rozvahy, je i ta centrální banky vlastně výkaz, kde je uvedena výše a struktura jejích aktiv a pasiv. V bilanci centrální banky také platí, že suma aktiv se musí rovnat sumě pasiv (tzv. bilanční princip). Sestavuje se k určitému datu, například několikrát měsíčně. Na rozdíl od standartních makroekonomických bilancí vyjadřují aktiva v bilanci centrální banky především způsoby emise peněz centrální bankou a pasiva představují některé druhy peněz (ty, co jsou do určité míry pod kontrolou CB). Většina bilančních operací probíhá bezhotovostně.

Tab. 1: Zjednodušené schéma bilance centrální banky

AKTIVA CB	PASIVA CB
<p>Zlato a zlaté certifikáty</p> <p>Vklady u zahraničních bank včetně cenných papírů</p> <p>Vklady v mezinárodních institucích</p> <ul style="list-style-type: none"> • konvertibilní měna⁵ • nekonvertibilní měna⁶ <p>Pohledávky vůči zahraničí</p> <ul style="list-style-type: none"> • konvertibilní měna • nekonvertibilní měna <p>Pohledávky vůči tuzemským bankám</p> <ul style="list-style-type: none"> • v tuzemské měně • v cizí měně <p>Úvěry poskytnuté klientům</p>	<p>Emise oběživa</p> <p>Závazky vůči zahraničním bankám včetně cenných papírů</p> <ul style="list-style-type: none"> • konvertibilní měna • nekonvertibilní měna <p>Závazky vůči mezinárodním institucím</p> <ul style="list-style-type: none"> • konvertibilní měna • nekonvertibilní měna <p>Závazky vůči tuzemským bankám</p> <ul style="list-style-type: none"> • v tuzemské měně • v cizí měně <p>Vklady klientů</p> <p>Závazky vůči státnímu rozpočtu</p>

⁵ Konvertibilní (směnitelná) měna znamená, že je plně směnitelná s ostatními měnami v určitém kurzu.

⁶ Nekonvertibilní (nesměnitelná) měna znamená, že měna není plně směnitelná s ostatními měnami.

<p>Pohledávky za státním rozpočtem</p> <ul style="list-style-type: none"> • běžné hospodaření • minulá léta • státní dluhopisy <p>Cenné papíry a účasti</p> <p>Pokladna</p> <p>Ostatní aktiva</p>	<ul style="list-style-type: none"> • běžné hospodaření • minulá léta • státní fondy <p>Emitované cenné papíry v Kč</p> <p>Vlastní kapitál banky</p> <p>Ostatní vlastní prostředky</p> <p>Ostatní pasiva</p>
--	--

Zdroj: KOLEKTIV AUTORŮ. Bankovníctví v České republice. 4.akt. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, a.s., 2000.

3.3 Monetární politika centrální banky

3.3.1 Podstata měnové politiky

Monetární politika patří mezi nejdůležitější činnosti centrálních bank v tržních ekonomikách. Za monetární politiku v širších souvislostech se může považovat vědomá činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat vývoj množství peněz v oběhu, a tím dosáhnout určitých cílů. Při bližším pohledu se diferencují postupy přes měnové či úvěrové agregáty a cenu peněz v podobě úrokové míry. Monetární politika je uplatňována na mezibankovním trhu. Měnová politika v současných tržních ekonomikách je vysoce komplikovanou záležitostí. V oběhu mimo hotovostních peněz jsou i bezhotovostní peníze, jejichž podíl je mnohem vyšší, objevují se stále nové finanční instrumenty, velký progres je zaznamenávám i v oblasti telekomunikační i výpočetní techniky. Tyto a další skutečnosti ztěžují celý proces monetární politiky a potenciálně snižují její účinnost. Z druhého pohledu ovšem mají v současnosti centrální banky při uplatňování monetární politiky větší samostatnost, vylepšují se měnové nástroje, roste kvalita, množství a dostupnost informací potřebných pro výkon monetární politiky.

Obecně se za stěžejní cíl monetární politiky může považovat měnová stabilita, které je dosahováno v okamžiku, kdy skutečné množství peněz v oběhu se rovná ekonomicky potřebnému množství peněz. Čili nabídka peněz se rovná poptávce po penězích. Tento stav lze označit za měnovou rovnováhu.

Měnovou (peněžní) rovnováhu lze zapsat:

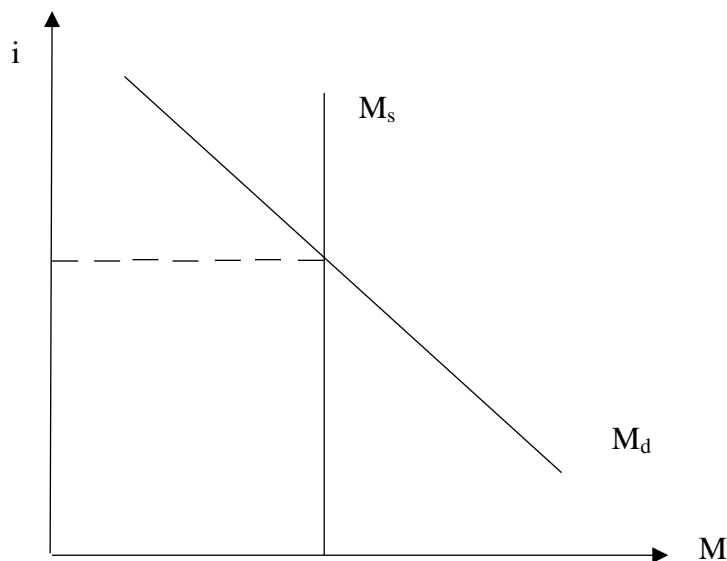
$$M_s = M_d$$

kde M_s – nabídka peněz (money supply), tj. skutečné množství peněz v oběhu

M_d – poptávka po penězích (money demand), tj. ekonomicky nutné množství peněz v oběhu⁷

⁷ SLEZÁK, Martin a Václav ZEMAN. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vyd. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM, 2010. ISBN 978-80-214-4043-2.

Obr. 2: Rovnováha na peněžním trhu



Zdroj: vlastní zpracování

Jak je znázorněno na grafu výše, je rovnovážný stav na peněžním trhu deklarován průsečíkem nabídky s poptávkou. Úroková sazba, která odpovídá rovnovážnému bodu, se mívá rovnovážná tržní úroková míra běžně užívaná v obchodní činnosti v dané ekonomice. V praxi je ovšem úroková sazba silně diferenciována, což je způsobeno především rozdílnou rizikovostí návratnosti půjček a dobou jejich splatnosti.

Dalšími cíli centrální banky mohou být například podpora růstu HDP, udržení sociálně únosné míry nezaměstnanosti či stabilita úrokových sazeb v bankovním systému.

3.3.2 Transmisní mechanismus

Smysl měnové politiky spočívá v ovlivňování inflace, příp. dalších národohospodářských ukazatelů. Podstatné je, že centrální banka nemá přímý vliv na konečný cíl měnové politiky, prostřednictvím svých nástrojů pouze ovlivňuje monetární vývoj. Tento způsob, kterým centrální banka působí na konečné cíle, se nazývá transmisní mechanismus měnové politiky. Vše začíná změnou v nastavení některého nástroje měnové

politiky. Tato změna dále ovlivňuje operační cíl, který působí dále na zprostředkující cíl, který pak působí na konečný cíl měnové politiky. Operačním cílem je nejčastěji krátkodobá úroková míra, která jako zprostředkující cíl pak nejčastěji působí některý z peněžních agregátů. Jako zjednodušený příklad lze uvést případ, kdy centrální banka sníží úrokové sazby. To vede k poklesu tržních úrokových sazeb, tím pádem k růstu množství peněz v oběhu (peněžního agregátu), což se projeví růstem inflace. Samozřejmě v realitě je vše složitější. Na dané veličiny působí mnoho jiných ekonomických i neekonomických faktorů.⁸

V závislosti na použití konkrétních operativních a zprostředkujících kritérií měnové politiky existují tři základní transmisní mechanismy – měnový, úvěrový a kurzový.

- *Měnový transmisní mechanismus* – je jedním z postupů při provádění měnové politiky. V roli operativního kritéria mohou být vedle měnové báze některé z jejích složek, například celkové nebo dobrovolné rezervy bank a v roli zprostředkujícího kritéria je peněžní zásoba v podobě zvoleného měnového agregátu.
- *Úvěrový transmisní mechanismus* – je další možností pro provádění měnové politiky centrálních bank. Jako operativní kritérium tu vystupuje nominální krátkodobá úroková míra. Zprostředkující kritérium představují úvěrové agregáty nebo dlouhodobá úroková míra.
- *Kurzový transmisní mechanismus* – v případě kurzového transmisního mechanismu může výrazně působnost ovlivnit vláda, tím, že stanovuje systém měnových kurzů. V tomto mechanismu vystupuje v roli operativního i zprostředkujícího kritéria nominální měnový kurz (cena zahraniční měny vyjádřená v měně domácí).

⁸ ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

3.3.3 Měnové agregáty a měnová báze

Měnové agregáty reprezentují souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity. Označují se M (money) a číslicí. Každý měnový agregát s vyšším číslem v sobě zahrnuje celý měnový agregát s číslem nižším plus další skupinu peněz s nižší mírou likvidity. Měnové agregáty jsou především výsledkem praktické potřeby regulace a sledování množství peněz v oběhu. Jejich úloha je v různých ekonomikách odlišná, především v závislosti na využívání peněžních instrumentů v dané zemi. Odlišná je i volba prioritního měnového agregátu, který považuje daná centrální banka, jako vrcholná měnová autorita, za rozhodující. Takový měnový agregát se označuje jako *peněžní zásoba*. Obecně lze měnové agregáty vyjádřit následujícím způsobem:

- 1) **M1 = oběživo + vklady na běžných účtech v bankách** – měnový agregát M1 obsahuje nejlikvidnější prostředky. Zahrnuje oběživo, které je představováno hotovostí v držbě nebankovních subjektů (nepatří sem hotovost na pokladnách bank) a vklady na běžných účtech v obchodních bankách – tzv. jednodenní vklady.
- 2) **M2 = M1 + Termínované vklady klientů v bankách v domácí měně + ostatní závazky bank ke klientům v domácí měně** - měnový agregát M2 zahrnuje měnový agregát M1 a navíc i vklady, které mají splatnost do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců. V některých zemích, včetně České republiky, se tento měnový agregát označuje za peněžní zásobu.
- 3) **M3 = M2 + krátkodobé cenné papíry nebankovních subjektů v domácí měně + repo operace** - krátkodobé cenné papíry nebankovních subjektů mají nižší likviditu než prostředky v M2, protože se musí nejprve prodat, než prostředky z nich jdou použít k úhradě platby. Repo operace jsou obchody, kdy banka prodává cenné papíry nebankovním subjektům se závazkem zpětného odkoupení za předem stanovenou cenu.

3.3.4 Konečné cíle měnové politiky

Stanovení konečných cílů monetární politiky je většinou uvedeno v příslušném zákoně. Tyto konečné cíle se v různých tržních ekonomikách mohou lišit. Společným bodem je podpora cenové stability, kdy ovšem centrální banky mohou usilovat o plnění toho cíle odlišnými přístupy. Konečnými cíli kromě podpory cenové stability můžou být např. podpora tempa ekonomického růstu (HDP), stabilita finančního systému, vnější stabilita měny (stabilita měnové kursu tuzemské měny), stabilizace dlouhodobých úrokových sazeb, podpora zaměstnanosti. Tyto cíle se mohou především v kratších časových obdobích dostávat do vzájemných konfliktů, protože jejich naplňování může vyžadovat protikladná řešení. Mezi cíli ovšem existuje i určitá závislost. Například navyšování tempa ekonomického růstu je většinou doprovázeno snižováním míry nezaměstnanosti.

3.3.5 Devizová činnost

Na devizovém trhu nakládají tržní subjekty s hodnotou konkrétních měn. Tyto hodnoty se vyjadřují devizovým kurzem, který určuje cenu směnitelné měny používané v konkrétním regionu (například státu nebo federaci). Tato cena je regulována aktuálním vývojem devizové nabídky a poptávky. Do devizové činnosti centrálních bank spadá především správa devizových rezerv, operace na devizovém trhu a devizová regulace.

Devizové rezervy jsou finanční rezervy centrální banky v cizí měně, které dávají možnost pokrýt případný momentální peněžní deficit centrální banky a zachovat tak její stabilitu. Nejčastěji slouží ke kompenzaci nesouladu mezi poptávkou a nabídkou po domácí měně, který vzniká v případě, že je kurz nastaven fixně. V ekonomikách, kde je kurz plovoucí, se tyto nesrovnalosti vyrovnávají změnou měnového kursu. U kursu s flukтуаčním pásmem se uplatňuje smíšený postup. Devizové rezervy jsou závislé na změnách na trhu, takže se jejich hodnota mění s kurzem. V případě, že kurz posílí, klesá hodnota devizových rezerv a banka tak utrpí kurzovou ztrátu. V opačném případě, kdy kurz oslabí, mají devizové rezervy vyšší hodnotu a vzniká tak kurzový zisk. Tyto zisky a ztráty nemají na politiku centrální banky vliv.

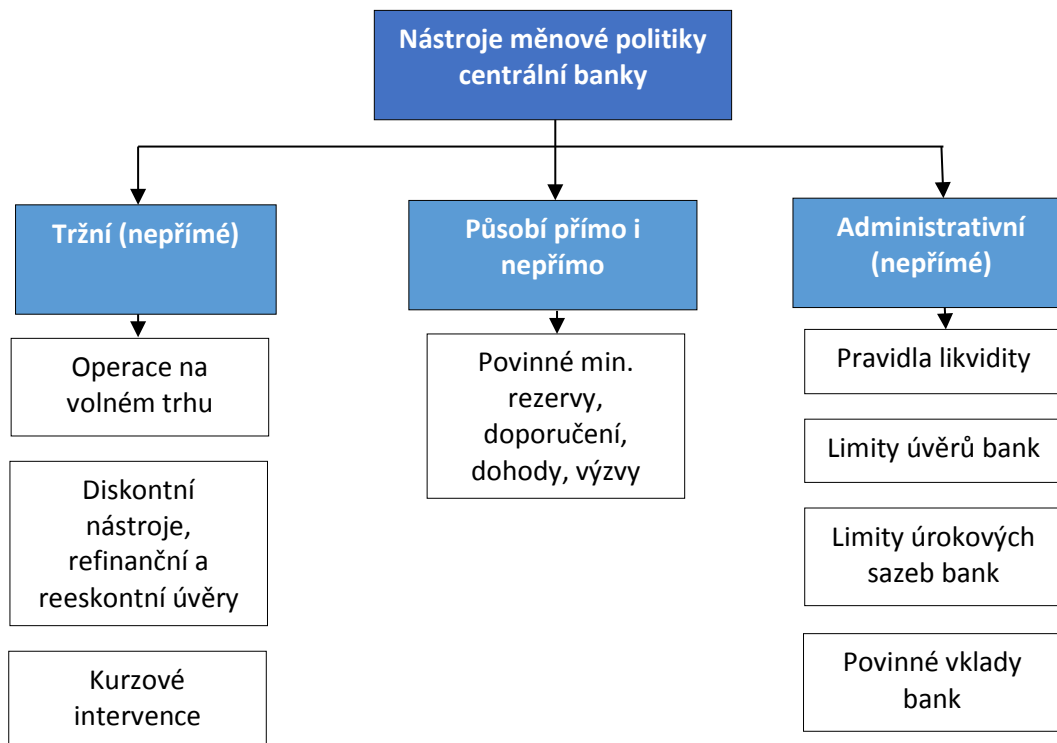
Cílem devizové činnosti není pouze udržení stability devizového kurzu, ale celé vnější rovnováhy v ekonomice. Případná devalvace měny může způsobit značné inflační tlaky z důvodu zdražení cen importů.

3.4 Nástroje monetární politiky

Nástroje monetární politiky se můžou členit dle několika kritérií. Zásadní je způsob, kterým působí, a dopad jejich použití na měnové veličiny a bankovní systém jako celek. Mimo to lze nástroje klasifikovat do skupin dle četnosti využívání (permanentně, výjimečně), rychlosti působení (operativní, neoperativní) a cíle použití (regulaci operativních, či zprostředkujících kritérií, podpora stability bank).⁹ Výběr nástrojů pro ovlivňování monetární politiky je závislý na rozsahu nezávislosti centrální banky. Tedy rozhoduje-li o využití konkrétního nástroje sama nebo o tom spolurozhoduje další subjekt, či její rozhodnutí je podřízeno schválení vlády, eventuálně parlamentu. V tržních ekonomikách převažuje stav, kdy o měnové politice rozhoduje výhradně centrální banka země nebo zákonem daná měnová autorita.

⁹ SLEZÁK, Martin a Václav ZEMAN. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1.vyd. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM, 2010. ISBN 978-80-214-4043-2.

Obr. 3: Členění měnových nástrojů podle dopadu na bankovní sektor



Zdroj: ŽEHROVÁ, Jana. *Finance*. 5. vyd. Praha: Česká zemědělská univerzita, 2010. ISBN 978-80-2132-124-3.

3.4.1 Nepřímé (neadministrativní, tržní) nástroje

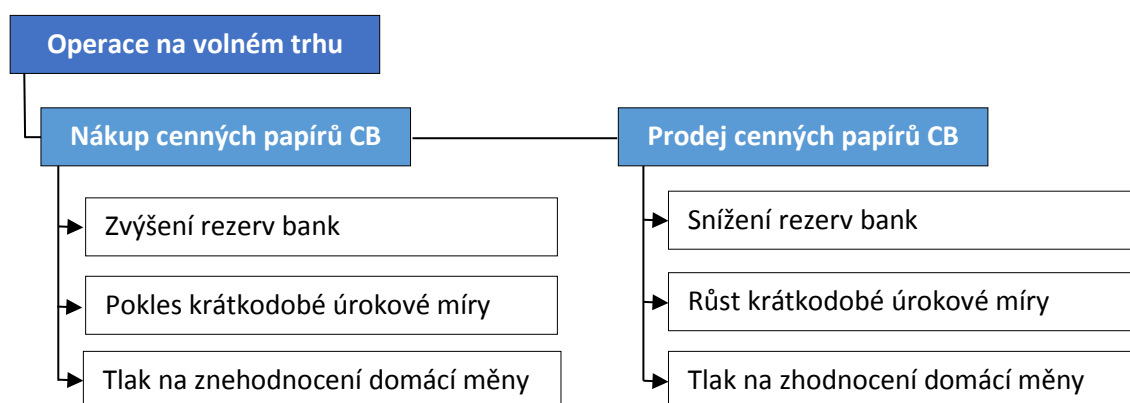
Nepřímé nástroje působí na celý bankovní systém. Nástroje určují pouze základní rámec pro podnikání bank v ekonomice, neomezují jejich samostatné chování přímo, proto nepřímé nástroje. Působení nepřímých nástrojů může být krátkodobé i dlouhodobé. K těmto nástrojům patří operace na volném trhu, diskontní politika a řízení dalších úrokových sazeb centrální banky, povinné minimální rezervy a soustava devizové politiky.

Operace na volném trhu

Operace na volném trhu jsou v tržních ekonomikách nejvýznamnějším a neúčinnějším nástrojem, jehož pomocí centrální banka ovlivňuje objem měnové báze a

úvěrové zdroje obchodních bank a krátkodobé úrokové sazby mezibankovních operací. Lze je charakterizovat jako trvale používané, operativní, nepřímé a ovlivňující měnovou bázi. Tyto operace provádí centrální banka s komerčními bankami a bankovními institucemi, a to nákupem a prodejem bezrizikových cenných papírů, především státních dluhopisů, cenných papírů vydaných státními agenturami, hlavně krátkodobých pokladničních poukázek, středně/dlouhodobých státních dluhopisů a tzv. bankovních akceptů, čili směnek akceptovaných komerčními bankami. Dopad operací na volném trhu na rezervy bank se dá odvodit z bilance centrální banky. Centrální banka může prostřednictvím těchto operací regulovat rezervy bank i v minimálním rozsahu a vysoce operativně (i několikrát denně). Vliv operací na volném trhu na rezervy bank, krátkodobou úrokovou míru a měnový kurs znázorňuje obr. č. 4.

Obr. 4: Vliv operací na volném trhu na rezervy bank, krátkodobou úr. míru a měnový kurs



Zdroj: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

Operace na volném trhu se dělí na přímé, repo operace a switch operace a každé působí rozdílně na měnovou bázi.

- *Přímé operace* – při přímých operacích centrální banka nakupuje či prodává cizí cenné papíry, což má jednosměrný, resp. trvalý dopad na rezervy bank (krátkodobou úrokovou míru a směnný kurs domácí měny).
- *Repo operace* – jsou složené ze dvou, navzájem opačných transakcí stejného objemu. Při reverzních repo operacích centrální banka nakupuje cenné papíry a posléze je prodává, čili rezervy bank se dočasně zvyšují. Při obchodech před lhůtou splatnosti zde lze omezeně použít i vlastní cenné papíry. Během prostých repo operací dochází k prodeji cenných papírů centrální bankou a později ke zpětnému odkupu. Rezervy bank přechodně klesají a poté se vrací na původní úroveň. Centrální banky upřednostňují termínované repo operace, kdy ke zpětné transakci dochází v přesně daném termínu.
- *Switch operace* – podstatou switch operací je výměna cenných papírů za cenné papíry ve stejném objemu, ale s jinou lhůtou platnosti. Operací dochází ke změně časové struktury portfolia cenných papírů centrální banky. Důvodem je ovlivňování krátkodobých a střednědobých úrokových sazeb. Protože se nemění objem nakoupených cenných papírů, nemají switch operace přímo vliv na rezervy bank.¹⁰

Operace na volném trhu se také dají členit s ohledem na nutnost reakce centrální banky na vývoj rezerv na *aktivní* nebo *vynucené* operace. Aktivní operace mají za cíl změnit rezervy bank. Vynucené operace banka realizuje s cílem eliminovat nežádoucí vývoj rezerv bank, který byl ovlivněný jinými faktory, nebo stabilizovat ceny státních cenných papírů.

¹⁰ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

Transakce v rámci operací na volném trhu, kdy centrální banka vyhláší k prodeji nebo odkupu cenné papíry v daném objemu, ceně, popř. úrokové sazbě, probíhají v podobě aukcí nebo tendrů. Úrokové aukce a tendry využívá centrální banka především při emisích státních cenných papírů, kde reprezentuje funkci banky státu jako fiskální zprostředkovatel a snaží se dosáhnout co nejlepší ceny pro stát.

Diskontní nástroje

Diskontní nástroje jsou nejstarším druhem nástrojů měnové politiky. Jsou zaměřené na regulaci měnové báze a ovlivňování krátkodobé úrokové míry. Jistý vliv mají i na směnný kurs domácí měny. Jsou permanentní, operativní i neoperativní, zaměřené na regulaci operativního kritéria, nepřímé. Mezi diskontní nástroje patří:

- *Diskontní úvěry* – diskontní úvěry jsou úvěry, které poskytuje centrální banka bankám obchodním. Jsou úročeny tzv. diskontní sazbou a jde o jeden z nejlevnějších krátkodobých úvěrových zdrojů (levnější už jsou jen některé druhy primárních vkladů, nebo úvěry ze zahraničí s nízkou úrokovou sazbou). Poskytnutí diskontního úvěru vede k růstu měnové báze bank, a při jeho splácení dochází naopak k jejímu snížení. Poskytované objemy diskontních úvěrů jsou limitovány úvěrovými stropy (kontingenty), které se stanovují dle určitých kritérií nebo kombinace těchto kritérií (absolutní výše nově poskytnutých diskontních úvěrů pro budoucí období jednotlivým bankám, relativní změna proti dřívějšímu čerpání, poměr ke kapitálu banky, poměr k aktivům banky). Jediná možnost nesplacení diskontního úvěru je v případě nedostatku rezerv na účtu banky v den splatnosti, avšak diskontní úvěry jsou poskytovány pouze těm bankám, u kterých nehrozí, že by tato situace mohla nastat. Sice centrální banky nemusí vyžadovat pro poskytnutí diskontního úvěru krytí, nicméně většinou vyžadováno je, a to nejčastěji v podobě státních cenných papírů.

- *Reeskontní úvěry* – jedná se o krátkodobý úvěr formou odkupu (reeskontu) již dříve eskontovaných prvotřídních směnek od obchodních bank. Lhůta splatnosti je většinou do tří měsíců. Tento úvěr může být úročen diskontní sazbou. Má-li jinou, než diskontní sazbu, jedná se o sazbu reeskontní.
- *Lombardní úvěry* – lombardní úvěry poskytuje centrální banka bankám obchodním proti zástavě – kvalitní cenné papíry, nejčastěji pokladniční poukázky. Jedná se o krátkodobé úvěry. Jejich délka nepřesahuje 90 dní, v některých případech jsou poskytovány i „přes noc“. Lombardní úroková sazba je nejvyšší z vyhlášených úrokových sazeb centrální banky, a proto jsou lombardní úvěry využívány většinou až v situaci, kdy banky nemají možnost čerpat vyšší objem diskontních úvěrů, nebo nemají dostatek kvalitních směnek k reeskontu.

Diskontní úvěry a reeskontní úvěry jsou poskytovány dvěma způsoby, a to přímo nebo na základě aukce/tendru. V případě přímého poskytnutí jsou úvěry poskytovány v rámci stanoveného limitu příslušné bance za danou diskontní či reeskontní sazbu. Při poskytnutí úvěru na základě aukce nebo tendru centrální banka nabídne celkový objem úvěru v množství, o které se snaží zvýšit rezervy bank. Lombardní úvěry se poskytují pouze přímým způsobem.

Centrální banky nepřímo regulují poptávku po diskontních, reeskontních a lombardních úvěrech prostřednictvím úrokových sazeb. Za jinak stejných okolností se projeví zvýšení některé z těchto sazeb tak, že se sníží poptávka obchodních bank po příslušném úvěru a naopak. Výši tzv. *diskontní úrokové sazby* (discount rate) lze pokládat za „cenu peněz“ v ekonomice. Od její výše se odvíjejí další úrokové sazby a bývá nejnižší úrokovou sazbou v ekonomice. Patří k základním vyhlášeným sazbám, které centrální banka využívá jako své nástroje pro řízení měnové politiky. Naopak *lombardní sazba* je nejvyšší sazbou vyhlášenou centrální bankou.

Kurzové intervence

Cílem kurzových intervencí je regulace měnového kurzu domácí měny. Ovlivňují vztah mezi nabídkou a poptávkou na devizových trzích s cílem ovlivňovat vývoj směnného kurzu domácí měny. Kurzové intervence se charakterizují jako permanentní, operativní, nepřímé a jsou kritériem v transmisním mechanismu. Jsou nejčastěji prováděny přímo (devizové intervence), prostřednictvím nákupu či prodeje zahraničních měn za domácí měnu centrální bankou, která tyto operace provádí s domácími nebo zahraničními bankami, čímž současně reguluje výši svých devizových rezerv. V některých zemích se mohou na těchto operacích podílet specializované vládní úřady nebo přímo ministerstvo financí. Nepřímé intervence mění úrokové sazby. V případě, že rostou, dochází k přílivu zahraničního kapitálu a naopak jejich pokles vede k odlivu zahraničního kapitálu. To vede ke změně vztahů mezi nabídkou a poptávkou zahraniční měny za měnu domácí, a tím ke změně směnného kurzu. Aplikace kurzových (zejména devizových) intervencí závisí na systému měnového kursu v dané zemi. V zemích, kde jsou kursy limitované, jsou intervence povinné.

3.4.2 Přímé (administrativní, direktivní) nástroje

Přímé nástroje měnové politiky centrální banky používají spíše výjimečně, protože omezují podnikatelskou samostatnost obchodních bank.

Pravidla likvidity

Pravidla likvidity jsou jedním z nástrojů, který se využívá k dlouhodobé úpravě pravidel fungování bankovního sektoru a zároveň omezuje podnikatelské možnosti obchodních bank. Jejich hlavním úkolem je zabezpečování požadovaného stupně likvidity bank a tím i rozložení rizik bankovního podnikání. Pravidla likvidity stanovují závaznou skladbu aktiv a pasiv a vzájemných vazeb mezi nimi v bilancích bank, aby tak centrální banka mohla regulovat likviditu jednotlivých obchodních bank.

Limity úvěrů bank (úvěrové kontingenty)

Hned vedle operací na volném trhu jsou úvěrové kontingenty nejučinnějším nástrojem měnové politiky. Stanovují maximální rozsah úvěrů, které banky mohou poskytnout klientům, aby tak mohly centrální banky regulovat úvěrové agregáty. Banky se tomuto omezení samostatnosti v rozhodování samozřejmě brání, proto se úvěrové kontingenty používají velmi omezeně.

Limity úrokových sazeb

Centrální banky mohou prostřednictvím tohoto nástroje stanovit limity na úrokové sazby, které banky pak účtují svým klientům. Konkrétně se jedná o maximální limity úrokových sazeb z úvěrů bank a maximální nebo minimální úrokové sazby z vkladů. Důsledky tohoto měnového nástroje jsou nejisté a předem těžko předvídatelné. Limity úrokových sazeb představují kontrolu úvěrů a vkladů. Mohou mít dopad na poptávku po bankovních úvěrech a tvorbě peněžních úspor, neměly by se tudíž v tržní ekonomice využívat.

Povinné vklady

„Povinné vklady určují povinnost některým subjektům ukládat volné peněžní prostředky, provádět některé operace pouze přes centrální banku s cílem získat kontrolu nad pohybem a nakládáním s peněžními prostředky těchto subjektů.“¹¹ Tento nástroj se obvykle vztahuje na nebankovní subjekty, tudíž není významným pro měnovou politiku. Z pohledu měnové politiky se povinné vklady u centrální banky projeví jako omezení růstu měnové báze, jelikož jejich uložení u obchodních bank by způsobilo nárůst jejich rezerv. Smysl povinných vkladů klesá a subjekty se mohou samostatně rozhodovat o nakládání s vlastními finančními prostředky.

¹¹ SLEZÁK, Martin a Václav ZEMAN. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1.vyd. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM, 2010. ISBN 978-80-214-4043-2.

3.4.3 Nástroje působící přímo i nepřímo

Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou klasickým nástrojem měnové politiky, kterým může centrální banka ovlivňovat objem finančních prostředků v bankovním systému. Jejich principem je, že centrální banka nařizuje bankám obchodním povinnost ukládat určité procento primárních vkladů u centrální banky jako rezervu. Tímto centrální banka redukuje úvěrovou schopnost obchodních bank. Povinné minimální rezervy nelze zařadit ani mezi tržní, ani mezi administrativní nástroje.

Doporučení, výzvy, dohody

Centrální banka může měnovou politiky ovlivňovat i formou různých doporučení a dohod. Ty mají buď písemnou podobu, nebo mohou mít podobu pouze verbálního doplnění nástrojů měnové politiky. Pomocí těchto doporučení či dohod centrální banka konkretizuje své záměry ve vývoji v měnové oblasti a bankovním systému. Tyto doporučení, výzvy či dohody se zpravidla týkají úvěrové a úrokové politiky bank a obvykle se využívají k úpravám chování obchodních bank ke klientům.

3.5 Inlace

Inlace je jednou z makroekonomických veličin. Je definována jako projev ekonomické nerovnováhy, jehož hlavním znakem je růst cenové hladiny v čase. Inlace obecně vyjadřuje růst spotřebitelských cen a zachycuje všechno zboží a služby. Konkrétním kvantitativním vyjádřením je tzv. míra inflace, což je změna cenového indexu v procentech oproti minulému období. Pro její stanovení se aplikují různé cenové indexy – např. index spotřebitelských cen, index cen výrobců, deflátor HDP apod.

Příčinou inflace je nárůst objemu peněz v ekonomice. Množství peněz v ekonomice reguluje Centrální banka státu na základě aplikované monetární politiky. Rozlišují se dva typy inflace, a to inflace nabídková (nákladová) a inflace poptávková. Inlace nabídková nastává v případech, kdy nárůst nákladů způsobí pokles agregátní nabídky, a tím jsou ceny tlačeny směrem vzhůru. Příčinnou je zde především nárůst mezd, který se promítne do růstu cen. Dalším z důvodů může být růst cen surovin na světových trzích (např. ropy) apod. Oproti tomu inflace poptávková je způsobována růstem agregátní poptávky, která přesahuje výrobní potenciál země a růst produktu není dostačující. Rostoucí poptávka narazí na omezenou nabídku komodit a vyžene ceny nahoru.¹²

3.5.1 Cílování inflace

Pokud centrální banka ve své měnové politice určí konkrétní míru inflace jako definitivní cíl své měnové politiky, jde o tzv. cílování inflace. Cílování inflace je jedním ze čtyř základních typů měnově politických režimů, které centrální banky využívají k zabezpečování cenové stability. Cílování inflace začíná vždy stanovením inflačního cíle. Inflační cíl se určí buď jako míra inflace vymezená určitým procentem růstu cenové hladiny (bodové stanovení inflačního cíle) nebo určitým pásmem (pásmové stanovení inflačního cíle). Pásmové stanovení inflačního cíle se aplikuje v případech, kdy centrální banka nemůže ovlivnit kompletně všechny faktory působící na inflaci. Tyto cíle se

¹² SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*. Praha: Profess Consulting, 2007. ISBN 978-80-7259-050-6.

stanovují na základě analýzy dosavadního průběhu inflačního procesu a prognózy dalšího vývoje, pro kterou je důležité, aby byla vypracována s pomocí vhodného prognostického modelu a tudíž byla relativně spolehlivá.

Po stanovení inflačního cíle by měla centrální banka důsledně uplatňovat vhodné nástroje měnové politiky, aby byly tyto cíle dosaženy. Pokud je reálná míra inflace vyšší, než ta cílová, centrální banka by měla reagovat zvýšením krátkodobé úrokové míry (restriktivní politika). To bude mít za následek pokles skutečné míry inflace. V tomto případě ovšem nastává obvykle snížení rychlosti ekonomického růstu, což je problém. Pokud naopak je reální míra inflace nižší než cílová, centrální banka by měla snižovat krátkodobé úrokové míry (expanzivní politika). Tady bude následkem růst skutečné míry inflace.

Centrální banky, které využívají cílování inflace, v odůvodněných případech aplikují soubor tzv. výjimek ze závazku splnit stanovený inflační cíl. Potřeba použití výjimek z plnění inflačního cíle nastává proto, že relativně často se objevují nárazové změny (šoky) exogenních faktorů – především se jedná o šoky na straně nabídky. Výčet exogenních faktorů, které mohou být příčinnou, je poměrně dlouhý, jedná se především o:

- výrazné změny světových cen surovin, energetických zdrojů a komodit,
- výrazné změny devizového kurzu, které nesouvisejí s vývojem domácích fundamentálních veličin a s domácí měnovou politikou,
- výrazné změny v podmínkách zemědělské výroby s dopadem na ceny zemědělských výrobců,
- živelní pohromy a jiné mimořádné situace s nákladovými a poptávkovými dopady do cenové oblasti,
- úpravy regulovaných cen, jejichž dopad do celkové inflace by přesáhl 1 až 1,5 procentního bodu,
- skokové úpravy nepřímých daní.¹³

¹³ PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. Praha: Eupress, 2004. ISBN 80-86754-29-4.

Cílování inflace dnes platí za progresivní a perspektivní způsob provádění měnové politiky v podmínkách tržní ekonomiky. ČNB přešla roku 1998 na režim cílování inflace. Od března 2007 je stanoven nový inflační cíl $2\% \pm 1$ procentní bod, který odpovídá standartu ve většině evropských zemí.

3.5.2 Dopady inflace

Dopady inflace se nepromítají pouze v ekonomické sféře. Redistribuční efekty inflace se výrazně dotýkají i sociální oblasti a mají i psychologický dopad. Redistribuční efekt inflace znamená, že národní důchod se rozděluje proporcionálně jinak, než by se rozděloval, kdyby inflace nebyla.

Jako jeden z nejvýznamnějších projevů redistribuce je uváděn rozdílný dopad inflace na věřitele a dlužníky, kdy inflace vlastně zvýhodňuje dlužníky na úkor věřitelů. Dlužník splatí nominální částku dluhu ve znehodnocených penězích – věřiteli splatí reálně méně než v penězích původní hodnoty. Důsledkem inflace dochází k redistribučnímu efektu i v množství dalších případů. Na inflaci prodělávají:

- subjekty vlastníící cenné papíry s konstantními cenami,
- příjemci relativně fixních platů (příjemci starobních, invalidních aj. důchodů, příjemci podpor v nezaměstnanosti, rodinných přídatků apod.),
- zaměstnanci (pokud se jejich nominální mzda nezvyšuje toutéž měrou jako inflace),
- zaměstnanci, kteří nejsou organizováni v odborech (obvykle nejsou schopni vyvinout účinný tlak na zvýšení mezd),
- podnikatelé vystavení konkurenci (na rozdíl od monopolů a oligopolů),
- daňový poplatníci, kteří platí progresivní daň z příjmu (na rozdíl od státu, který je příjemcem výnosu progresivních daní z příjmu).

Ačkoliv je inflace vnímána převážně jako negativní jev, existuje názor, že při mírné inflaci (tj. při míře inflace do 5 %) mohou převládat pozitivní efekty inflace – tj. relativně vyšší tempo ekonomického růstu.¹⁴

3.5.3 Index spotřebitelských cen (CPI)

Index spotřebitelských cen je nejčastěji využívaný způsob stanovování míry inflace. Je nástrojem pro měření změn cen v průměrné ceně spotřebního zboží. Pro správné stanovení Indexu spotřebitelských cen je stěžejní určení tzv. spotřebního koše zboží a služeb typického spotřebitele. V praxi se Index spotřebitelských cen vyjadřuje jako změna ceny spotřebního koše k určitému základnímu období, kdy se cenová hladina základního období stanoví na hodnotu 100. Vliv konkrétní cenové změny závisí na preferencích spotřebitele, tedy ne všechny cenové změny mají stejný vliv na míru inflace.¹⁵

3.5.4 Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HCPI)

Harmonizovaný index spotřebitelských cen vznikl jako reakce Evropské unie na potřebu nástroje, pomocí kterého lze srovnávat indexy spotřebitelských cen k účelům měření trendů inflace členských států EU jako kritérium vstupu do měnové unie. Rozdíl je ve struktuře spotřebního koše a ve vahách jednotlivých indexů.

¹⁴ PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovnictví*. Praha: Eupress, 2004. ISBN 80-86754-29-4.

¹⁵ SCHILLER, Bradley R. *Makroekonomie dnes*. Brno: Computer Press, 2004. ISBN 80-251- 0169-X.

3.6 Vybrané instituce centrálního bankovníctví

3.6.1 Česká národní banka

Centrální bankou České republiky je Česká národní banka, která vykonává dohled nad finančním trhem. ČNB byla založena v roce 1992 jako ústřední banka České republiky, a to na základě zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, který ve znění pozdějších předpisů, a dalších právních předpisů řídí její činnost i v současnosti. Specifická právní pozice je dána tím, že ČNB je právnickou osobou, která se nezapisuje do obchodního rejstříku. Sídlo ČNB je v Praze, dále má sedm regionálních zastoupení - v Praze, Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a Ostravě. ČNB je složkou Evropského systému centrálních bank a participuje na plnění jeho cílů a úkolů. Také je součástí Evropského systému dohledu nad finančními trhy a spolupracuje s Evropskou radou pro systémová rizika.

Hlavním cílem činnosti ČNB v souladu s Ústavou ČR a primárním právem EU je zajišťování cenové stability. Dále ČNB zajišťuje finanční stabilitu a bezpečné fungování finančního systému ČR. V shodě s jejím hlavním cílem ČNB stanovuje měnovou politiku, emituje bankovky a mince, řídí a dohlíží na peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank. Dále vykonává dohled nad všemi součástmi finančních trhů (kapitálovým, pojišťovacím, bankovním i spořitelním a úvěrovým družstevním).¹⁶

Nejvyšší řídicí orgán ČNB je bankovní rada ČNB. Bankovní rada stanovuje měnovou politiku a nástroje pro její uskutečňování a rozhoduje o stěžejních měnově politických opatřeních a opatřeních v oblasti dohledu nad finančním trhem. Členy bankovní rady jsou guvernér, dva viceguvernéři a čtyři další členové bankovní rady. Všichni členové bankovní rady jsou jmenováni na maximálně dvě šestiletá období, a to prezidentem republiky. Bankovní rada se schází zpravidla dvanáctkrát za rok a její rozhodnutí jsou závazná pro výkonné složky centrální banky a ostatní banky. Ústředí ČNB sídlí v Praze v ulici Na Příkopěch. Ústředí je základním organizačním článkem ČNB a

¹⁶ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Česká národní banka* [online]. ©2013-2015 [cit. 2015-11-05]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>.

vykonává veškeré provozní a správní činnosti. Je tvořeno devíti sekcemi. Jednotlivé sekce jsou řízeny členy bankovní rady. Pobočky ČNB zastupují v regionu jejich působnosti a jsou kontaktním místem pro styk ČNB se zástupci bank, s orgány státní správy, Českým statistickým úřadem, finančními orgány, institucemi a vybranou klientelou. Odpovídají především za správu zásob peněz, vedení účtů státního rozpočtu a ostatních klientů pobočky, za provádění platebního styku, za výkon devizové kontroly a shromažďování dat ze směnářských operací.

ČNB má povinnost podávat minimálně dvakrát ročně k projednání zprávu o měnovém vývoji Poslanecké sněmovně a minimálně jedenkrát za tři měsíce o měnovém vývoji informovat veřejnost.

Historie centrálního bankovníctví v ČR

Historie českého, resp. československého, centrálního bankovníctví není příliš dlouhá. Jeho začátky byly spojeny se vznikem Československé republiky a s formováním jejího hospodářství, které se potřebovalo postupně odtrhnout od dlouholetých vazeb na hospodářský celek Rakouska-Uherska. Ačkoliv politický vznik samostatného státu datovaný 28. října 1918 proběhl poměrně rychle, změny hospodářské, včetně těch měnových, byly mnohem časově, technicky a společensky složitější.

Ministerstvo financí bylo zřízeno již začátkem listopadu 1918. Mezi jeho pověření patřilo mimo jiné zabezpečovat financování výdajů státu, okolkováním rakousko-uherských bankovek snižovat množství oběživa a zahájit přípravu samostatné československé měny. Měnová odluka bankovek proběhla v českých zemích začátkem března 1919. V této době bylo také rozhodnuto o zřízení Bankovního úřadu při Ministerstvu financí v Praze, který převzal hlavní ústav Rakousko-Uherské banky včetně jejich poboček na našem území. V květnu téhož roku byl ustanoven vrcholným dohlížejícím orgánem bankovní výbor, který měl deset členů a jeho základními úkoly byly správa domácího peněžního oběhu, zabezpečování devizové činnosti státu, správa státního dluhu a soustředování zlatých rezerv státu.

1. dubna 1926 ukončil činnost Bankovní úřad ministerstva financí a téhož dne byla založena a činnost zahájila Národní banka Československá (NBČs). Ta byla akciovou bankou, ve které stát vlastnil pouze třetinu akcií. I přes to ji měl stát pod kontrolou. Kromě výkonu práv vlastnických, vláda navrhovala prezidentu republiky ke jmenování guvernéra a viceguvernéra, a ministr financí dosazoval do banky vládního komisaře, který měl právo kontroly činnosti banky. Vztahy NBČs a vlády byly upraveny zákonem o Národní bance a v zákonech navazujících.

NBČs měla monopol na emisi oběživa a prováděla monetární politiku, jejíž význam postupně rostl. Banka mohla poskytovat úvěry bankám i podnikům, ale nesměla úvěrovat stát. Dle zákona z roku 1929 musela udržovat kurs koruny k devizovým měnám na základě zlatého obsahu. Koruna se však za zlato směniti nedala. Bankovky měly povinné zlaté krytí ve výši 25 %. Působení NBČs a její měnovou politiku ovlivnil světový hospodářský vývoj, který vyústil ve velkou krizi let 1929 – 1934. Banka byla nucena přistoupit k řadě sanací obchodních bank a ke dvěma devalvacím koruny. Od poloviny třicátých let stále více sílilo válečné nebezpečí ze sousedního Německa. Vládní prioritou se staly přípravy na obranu vlasti, kterým byly podřízeny i finanční a měnová politika.

V období protektorátu byla banka pod názvem Národní banka pro Čechy a Moravu podřízena Německu a v jejich čele stál říšský zmocněnec. Vedle české koruny se tak zákonným oběživem stala i říšská marka. Zlaté zásoby předválečného Československa, které se nepodařilo skrýt, byly vydrancovány Německem. Během druhé světové války československá exilová vláda v Londýně zahájila přípravy na hospodářskou a měnovou obnovu země. Po osvobození země a konci války byla obnovena činnost Národní banky československé dekretem prezidenta republiky a byly jí stanoveny klíčové úkoly. Mezi ně patřilo uspořádání peněžního oběhu, tj. odstranění nahromaděných cizích platidel a nahradit je českými a slovenskými korunami. Později došlo k sjednocení a zavedení jednotné koruny československé (Kčs). K 1. listopadu 1945 se uskutečnila měnová reforma, která znamenala obnovu československé měny a řešení pro zahájení účinné měnové politiky.

Po komunistickém převratu v únoru 1948 a přechodu na centrálně plánovanou a direktivně řízenou ekonomiku, byla NBČs zestátněna. Její monetární politika se už od počátku obnovy své existence nemohla opírat a obvyklé měnové nástroje a finanční trhy.

Emise oběživa se podřídila nárokům státního rozpočtu, který byl deficitní. Politické změny se postupně promítly i do příprav vytvoření jednotné státní banky po vzoru Sovětského svazu. Během roku 1950 byla zřízena Státní banka československá, která převzala práva a povinnosti NBČs. K 1. červnu 1953 byla uskutečněna peněžní reforma, jejíž hlavním cílem bylo umožnit přechod ekonomiky na socialistický systém. Přes předem slibované záruky reforma dopadla negativně na všechny vrstvy společnosti, a to především v podobě znehodnocení úspor. Přechod na nový systém byl také spojen s tvrdou centralizací bankovní soustavy, která byla spuštěna bezprostředně po konci války. Založení Státní banky československé a centralizace vedly ke vzniku jednostupňového bankovního systému. Vrchol centralizace nastal roku 1958, kdy se Státní banka československá ujala financování a úvěrování investiční výstavby. Dosud tuto činnost vykonávala Investiční banka, ta byla odsouzena do role nevýznamné banky s pověřením provádění depotní operace s výhledem na pozdější likvidaci. Celé období 1950 – 1989 můžeme považovat za období jedné banky.

K určitému pokroku v měnové politice docházelo od počátku 80. let 20. století. Na začátku druhé poloviny začaly práce na přípravě bankovní reformy, jejíž cílem byl vznik dvoustupňového bankovního systému. 1. ledna 1990 byla oddělena emisní a provozně obchodní činnost dřívější Státní banky československé. Ta byla rozdělena na tři právně samostatné subjekty: Státní banku československou, Komerční banku Praha a Všeobecnou úvěrovou banku Bratislava. Současně se aktivovala i Investiční banka a banka pro financování zemědělství – Agrobanka. Postupně začaly vznikat i další, nestátní banky. Pro roky 1990 a 1991 byla stanovena restriktivní měnová politika. Nově byly ustanoveny metody a nástroje měnové a emisní politiky:

- *stanovení limitů pro čerpání refinančních úvěrů z centrální banky*
- *pravidla likvidity obchodních bank a spořitelén*
- *pravidla pro tvorbu povinných minimálních rezerv bank*
- *stanovení diskontní sazby pro poskytování refinančních úvěrů bankám*
- *stanovení limitu úvěrů, které mohly banky poskytovat svým klientům*
- *zavedení emise pokladničních poukázek SBČS*

- *zavedení denního devizového fixingu k ovlivnění kurzu koruny*¹⁷

Jednou z fází ekonomické transformace bylo zavedení vnitřní směnitelnosti koruny. Kvůli obavám o velký nápor na devizové hospodářství, byly posíleny devizové rezervy státu. K velkým výkyvům nakonec nedošlo, naopak rychlé zavedení vnitřní směnitelnosti zrychlilo obrat ve fungování peněz ve prospěch tržního rozhodování. V roce 1992 byla stanovena, s ohledem na příznivý cenový vývoj, neutrální měnová politika.

Po rozpadu Československa na dva samostatné státy, došlo také k rozdělení Státní banky československé. K 1. lednu 1993 zahájila činnost Česká národní banka (ČNB), a to zákonem č. 6/1993 Sb., O České národní bance. Tento zákon upravoval její povinnosti, práva, rámec a cíle činnosti, organizační strukturu, měnovou politiku, bankovní dohled a další činnosti. Zákon ČNB uděloval povinnost informovat veřejnost i Parlament o měnovém vývoji. ČNB byla bankou státu, to znamená, že vedla účty veřejnoprávních korporací a mohla České republice poskytnout krátkodobý úvěr. Nejvyšším orgánem zůstala sedmi členná bankovní rada, ve které zasedal guvernér, dva viceguvernéři a další čtyři členové. Členy rady nově jmenoval pouze prezident republiky, bez návrhu vlády.

Dle zákona byly povinnosti členů rady:

- stanovování měnové politiky a nástrojů jejího uskutečňování
- určování zásad činností a obchodů ČNB
- schvalování rozpočtu ČNB
- stanovování druhů fondů a jejich výše a použití
- stanovování rozsahu úvěrů
- rozhodování o monetárně-politických opatřeních, atd.

Ačkoliv začaly od ledna 1993 fungovat dvě nové nezávislé centrální banky, až v únoru došlo k tzv. měnové odluce - rozdělení společné měny a vytvoření samostatné Koruny české.

¹⁷ SLEZÁK, Martin a Václav ZEMAN. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1.vyd. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM, 2010. ISBN 978-80-214-4043-2.

3.6.2 Národní banka Slovenska

Národní banka Slovenska započala svou činnost jako nezávislá banka Slovenské republiky 1. ledna 1993 na základě zákona NR SR č. 566/1992 Zb. o Národnej banke Slovenska. Od vstupu Slovenské republiky do EU 1. května 2004 je NBS členem Evropského systému centrálních bank. 1. ledna 2009 byla na Slovensku zavedena měna Euro a Slovensko se tím stalo součástí Eurosystemu, který tvoří systém centrálního bankovníctví eurozóny v prostředí Evropského systému centrálních bank.

Jedním z hlavních cílů Národnej banky Slovenska je udržování cenové stability. V souladu s tímto cílem se Národní banka Slovenska podílí na společné měnové politice, kterou souhrnně stanovuje Evropská centrální banka pro všechny členské země eurozóny. Vydává eurobankovky a euromince podle platných předpisů, napomáhá plynulému chodu platebních a zúčtovacích systémů. Národní banka Slovenska řídí, koordinuje a zabezpečuje peněžní oběh, platební styk, udržuje devizové rezervy a disponuje s nimi a vykonává nespočet dalších činností, které jí ukládá členství v Evropském systému centrálních bank.

Nejvyšším orgánem Národnej banky Slovenska je Banková rada, která má celkem šest členů. Jejími členy jsou guvernér, dva viceguvernéři a tři další členové. Guvernéra a viceguvernéry jmenuje prezident republiky, ostatní členy jmenuje vláda Slovenské republiky. Funkční období Bankovej rady je šest let.

Národní banka Slovenska má jedno hlavní ústředí, a to v Bratislavě a 5 poboček v Nových Zámčích, Banské Bystrici, Žilině, Košicích a Popradu.¹⁸

¹⁸ NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA, *Národní banka Slovenska*. [online]. ©2015 [cit. 2015-11-05]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/>.

3.6.3 ECB + EMS

Česká republika se stala v květnu 2004 členem Evropské unie. Evropská unie je společenství evropských států s tržní ekonomikou, které podepsaly dohody o spolupráci v oblastech ekonomických, politických a sociální. 1.1.1993 dosáhl naplnění Zákon o sjednocené Evropě, který požadoval vytvoření jednotného Evropského společenství jako „územního prostoru bez vnitřních bariér pohybu zboží, služeb, lidí a kapitálu.“¹⁹

Evropská unie se však ani v současné době nedá označit za jednotný celek. Společným rysem členských států je tržní charakter jejich ekonomik. Výrazné odlišnosti jsou ovšem například v míře státních zásahů, podílu státního vlastnictví a i v měnové a bankovní oblasti. Společnou měnou EU je euro, které ovšem zatím nepřijaly všechny členské země – mezi nimi ani Česká republika.

Evropský měnový systém

Evropský měnový systém (European Monetary System) oficiálně zahájil svou činnost 13. března 1979. Fungoval v zemích Evropského hospodářského společenství (EHS) a jeho cílem bylo udržovat stabilní kurzy mezi měnami členských zemí. Pro Evropský měnový systém byly příznačné tyto základní prvky:

- Evropská měnová jednotka (European Currency Unit, ECU),
- Mechanismus směnných kurzů (Exchange Rate Mechanism, ERM),
- Indikátory divergence (Divergence Indicators),
- Úvěrové nástroje Evropského fondu pro měnovou spolupráci (European Monetary Cooperation Fund, EMCF).²⁰

¹⁹ REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovnictví*. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

²⁰ MINISTERSTVO FINANCÍ. Euro. *Zavedení Eura*. [online]. © 2013 [cit. 2015-12-23]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/>.

Eurosystem

Eurosystem tvoří Evropská centrální banka a 19 národních centrálních bank zemí, které přijali za svou měnu euro. Toto seskupení centrálních bank tvoří a uplatňuje měnovou politiku eurozóny. Přehled členských zemí Eurosystemu a jejich centrálních bank poskytuje následující seznam:

Belgie	Nationale Bank van België / Banque Nationale de Belgique
Estonsko	Eesti Pank
Finsko	Suomen Pankki – Finlands Bank
Francie	Banque de France
Irsko	Banc Ceannais na hÉireann / Central Bank of Ireland
Itálie	Banca d'Italia
Kypr	Central Bank of Cyprus
Litva	Lietuvos bankas
Lotyšsko	Latvijas Banka
Lucembursko	Banque centrale du Luxembourg
Malta	Bank Ċentrali ta' Malta / Central Bank of Malta
Německo	Deutsche Bundesbank
Nizozemsko	De Nederlandsche Bank
Portugalsko	Banco de Portugal
Rakousko	Oesterreichische Nationalbank
Řecko	Bank of Greece
Slovensko	Národná banka Slovenska
Slovinsko	Banka Slovenije
Španělsko	Banco de España

Evropský systém centrálních bank (ESCB)

Evropský systém centrálních bank zahrnuje Evropskou centrální banku a národní banky všech států, které jsou členy Evropské unie. Zabývá se pouze vybranými úkoly, které nemají přímou spojitost s prováděním měnové politiky v eurozóně. Kromě výčtu bank, které jsou součástí Eurosystemu sem patří i následující státy:

Bulharsko	Българска народна банка (Bulharská národní banka)
Česká republika	Česká národní banka
Dánsko	Danmarks Nationalbank
Chorvatsko	Hrvatska narodna banka
Maďarsko	Magyar Nemzeti Bank
Polsko	Narodowy Bank Polski
Rumunsko	Banca Națională a României
Švédsko	Sveriges riksbank
Velká Británie	Bank of England

Evropská centrální banka (ECB)

Evropská centrální banka vznikla 1.1.1999 a stala se tím nadnárodní měnovou autoritou. Svým vznikem nahradila existenci svého předchůdce, jímž byl Evropský měnový institut. Je centrální bankou pro jednotnou evropskou měnu euro. ECB sídlí ve Frankfurtu nad Mohanem. Vrcholným orgánem ECB je tzv. Výbor ředitelů (Executive Board), který má svého prezidenta, viceprezidenta a čtyři další členy. Hlavním rozhodovacím orgánem je pak Bankovní rada (Governing Council), která je reprezentována vybranými členy Výboru ředitelů a guvernérů centrálních bank členských zemí Evropské měnové unie. Tzv. Generální rada (General Council) je složená ze všech členů Výboru ředitelů a guvernérů členských zemí Evropské měnové unie.

Hlavním posláním ECB je udržovat kupní sílu eura a cenovou stabilitu v eurozóně. Operativním cílem jsou krátkodobá úroková míra a v menším měřítku měnová báze – respektive rezervy bank. ECB provádí kombinaci dvou transmisních mechanismů – tzv. „dvoupilířová strategie“, a to cílování inflace společně s regulací peněžní zásoby. Základními nástroji, které ECB využívá, jsou úrokové sazby a operace na volném trhu.²¹

²¹ REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovníctví. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.

4 Analytická část

4.1 Monetární politika ve vybraných zemích EU

4.1.1 Situace v ČR v letech 2004-2008

Makroekonomický vývoj

V průběhu roku 2004 česká ekonomika rostla stabilním tempem okolo 4 %. Růst ekonomiky byl tažen hlavně investicemi a ve druhém pololetí se o růst zasloužila i vysoká dynamika exportu. Nominální kurz koruny posiloval vůči americkému dolaru i vůči euru, což zapříčinilo zlevňování dovozů (především zboží placené v USD). Pevnější kurz české koruny se neprojevil zpomalováním růstu vývozu. Ty byly naopak podpořeny vstupem České republiky do Evropské unie. Míra nezaměstnanosti dosáhla na konci roku 9,5 %.

V roce 2005 pokračoval růst české ekonomiky v tempu 6,1 %. Hlavním tahounem byl především zahraniční sektor, respektive stále trvajícím předstihem růstu vývozu zboží a služeb nad růstem jejich dovozu. Investice, které v předchozím roce byly stěžejní, v tomto roce už nedominovaly. Nominální kurz CZK/EUR v průběhu roku posiloval, což zapříčinilo další snižování cen dováženého zboží a služeb. Ani meziročně stabilnější kurz koruny k euru v roce 2005 nezvrátil trend zlepšování obchodní bilance, který byl zaznamenán již během předešlého roku. Obchodní bilance ČR tedy poprvé v historii skončila v přebytku. Trh práce vykazoval v průběhu roku mírné zlepšení, ale i přesto míra nezaměstnanosti zůstala na relativně vysoké hodnotě 8,9 %.

Růst HDP v roce 2006 dosáhl 6,1 %. Rostl vliv spotřeby domácností a klesl vliv kladného salda zahraničního obchodu. K pokračujícímu růstu HDP přispěl vstup do bezcelního prostoru Evropské unie, nízká úroveň úrokových sazeb, rostoucí zaměstnanost a zvyšující se produktivita výrobních faktorů. Posilování kurzu koruny zapříčinilo snižování konkurenceschopnosti českého vývozu, což ale na druhé straně způsobilo snižování cen dováženého zboží a služeb. Situace na trhu práce se i nadále zlepšovala a na konci roku tak byla míra nezaměstnanosti 7,7 %.

V roce 2007 česká ekonomika reálně vzrostla o 6,5 % a dosáhla tak rekordního tempa růstu. Tempo růstu bylo pro srovnání o 3,6 % vyšší než v zemích EU 27.

Ekonomická úroveň vyjádřená prostřednictvím HDP na 1 obyvatele v paritě kupní síly se přiblížila třem čtvrtinám průměru eurozóny. Nejvíce se o tuto skutečnost zasloužil zahraniční obchod, který v roce 2007 dosáhl nejlepších výsledků vůbec za dobu existence samostatné České republiky, a to díky vysoké dynamice růstu průmyslu, přílivu přímých zahraničních investic a poklesu dovozu minerálních paliv. Razantní byl i nadále pokles nezaměstnanosti, ale nedostatek kvalifikovaných pracovních sil v řadě oborů začal ohrožovat další hospodářský růst a tlačil na růst mezd.

V roce 2008 nebyl makroekonomický vývoj rovnoměrný. Celkový růst HDP dosáhl 3,1 %, což značí zpomalování české ekonomiky. Stagnující efektivita české ekonomiky byla zapříčiněna především vnějšími faktory, a to všeobecným oslabováním růstu (nebo i recesí) v ekonomikách hlavních obchodních partnerů ČR, jako důsledku celosvětové finanční a hospodářské krize. Globální krize následovaná ekonomickým poklesem zastihla českou ekonomiku naplno ve druhém pololetí roku 2008. Čtvrté čtvrtletí pak přineslo výrazný propad obchodní bilance, stavební a průmyslové výroby a průmyslových objednávek, což znamenalo nárůst nezaměstnanosti a snížení nabídky volných pracovních míst. Ceny prudce klesaly a česká koruna depreciovala.

Tab. 2: Hlavní makroekonomické ukazatele ČR 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Hrubý domácí produkt (mld. Kč, b.c.)	3 057,7	3 258,0	3 507,1	3 831,8	4 015,3
Hrubý domácí produkt (růst v %, r/r, reálně)	4,9	6,4	6,9	5,5	2,7
Spotřeba domácností (růst v %, r/r, reálně)	3,4	3,1	3,7	4,1	2,9
Průměrná míra inflace (%) CPI	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3
Průměrná míra inflace (%) HICP	2,6	1,6	2,1	2,9	6,3
Zaměstnanost (růst v %)	-0,2	1,9	1,3	2,1	2,2
Míra nezaměstnanosti (průměr v %)	8,3	7,9	7,1	5,3	4,4
Směnný kurz CZK/EUR	31,9	29,8	28,3	27,8	24,9

Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování

Vývoj inflace

Hlavním úkolem měnové politiky ČNB, který stanovuje zákon o ČNB, je udržování cenové stability v České republice. Toho je dosahováno od roku 1998 pomocí režimu cílování inflace, v němž se ČNB snaží udržovat inflaci poblíž předem stanoveného cíle. Pro období 2002–2005 byl inflační cíl stanoven jako rovnoměrně klesající pásmo z 5-3 % v lednu 2002 na 4-2 % v prosinci 2005. Pro nadcházející období byl v březnu 2004 vyhlášen nový horizontální bodový inflační cíl ve výši 3 %. ČNB se snažila o to, aby se skutečná výše inflace neodklonila od cíle o více než 1 procentní bod na obě strany. V březnu 2007 bankovní rada ČNB rozhodla o snížení inflačního cíle na 2 % s totožným tolerančním pásmem s platností od roku 2010.

Inflace v průběhu roku 2004 oproti roku předchozímu mírně vzrostla, a tím dosáhla stanoveného cílového pásma. Po většinu roku se pohybovala pod jeho středem. Růst inflace v roce 2004 byl ovlivňován především úpravami nepřímých daní, kdy byla zvýšená spotřební daň na cigarety, alkohol a benzín, přesunuty některé položky služeb ze snížené do základní sazby DPH a poklesla základní sazba DPH z 22 % na 19 %. Tyto daňové úpravy způsobily zvýšení cen dotčených položek, což následně ovlivnilo i cenu dalších položek. Dalším důvodem růstu inflace byly i obecné obavy veřejnosti z cenových dopadů vstupu ČR do EU.

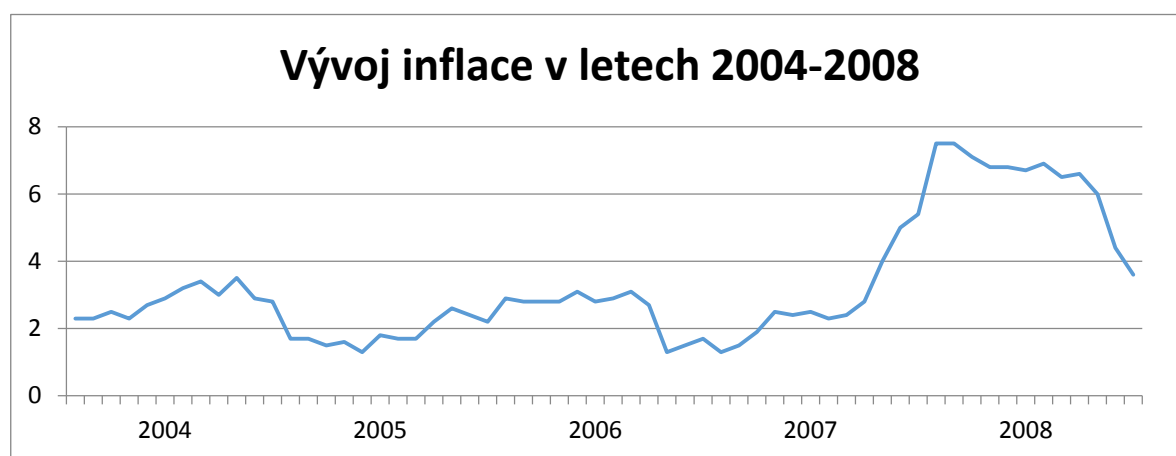
V následujícím roce 2005 naopak inflace zaznamenala oproti předchozímu roku pokles. V období od ledna do srpna se pohybovala pod dolní hranicí cílového pásma a ve zbylých čtyřech měsících se nacházela v jeho dolní polovině, a to po podzimním šokovém zvýšení cen ropy. Průměrná inflace činila na konci roku 1,9 %. Výrobní ceny zaznamenaly v průběhu roku rychlý pokles a na konci roku se i přes vysoké ceny paliv na světových trzích pohybovaly v deflačním pásmu.

V roce 2006 už inflace dosahovala lepších hodnot v těsné blízkosti inflačního cíle. Až na konci roku pak inflace prudce klesla pod dolní hranici tolerančního pásma. Ke zvýšení inflace v prvních devíti měsících roku 2006 vedlo především zvýšení tempa růstu cen elektřiny, tepla a zemního plynu pro domácnosti, které započalo již koncem roku 2005. Vývoj v ostatních sektorech cen neovlivňoval celkovou inflaci příliš významně a jednotlivé vlivy se do jisté míry vzájemně vykompenzovaly.

V průběhu roku 2007 se inflace postupně zvyšovala, a blížila se tak k inflačnímu cíli. V posledním čtvrtletí se pak působením vývoje cen potravin a regulovaných cen zrychlil meziroční růst spotřebitelských cen a dostal se tak výrazně nad horní hranici tolerančního pásma pro inflační cíl. Tento vývoj inflace na konci roku 2007 lze přisuzovat souběhu řady jednorázových faktorů. Vývoj spotřebitelských cen v roce 2007 byl ovlivňován především cenou potravin, regulovanými cenami a změnou nepřímých daní.

Rok 2008 byl ve znamení vyvrcholení světové finanční a hospodářské krize, která se samozřejmě projevila i na tuzemské ekonomické situaci. Její dopady byly nejvíce znatelné v posledním čtvrtletí 2008, kdy podpořily výrazné zvýšení inflace, propad hospodářského růstu, zvrát v pozitivním vývoji nezaměstnanosti a oslabení kurzu koruny. ČNB na tento negativní vývoj reagovala postupně trojím snížením úrokových sazeb, celkově o 1,5 %. Inflace na začátku roku 2008 výrazně vzrostla, což bylo zapříčiněno dopadem jednorázových protiinflačních nákladových vlivů, které byly částečně spojeny s vývojem v zahraničí. Poté, díky snížení cen komodit na světovém trhu, po většinu roku 2008 inflace zaznamenávala mírný pokles až do návratu zpět do tolerančního pásma inflačního cíle. Vývoj inflace v průběhu roku 2008 ovlivňovaly rychlý růst regulovaných cen (zvyšování nájemného, růst cen tepla, plynu a elektrické energie a zavedení zdravotnických poplatků) a změny v nepřímých daních, kdy proběhlo zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 9 % a zvýšení spotřební daně na cigarety.

Obr. 5: Vývoj inflace v ČR v letech 2004-2008



Zdroj: data ČSÚ, vlastní zpracování

Měnový vývoj

V průběhu roku 2004 rozhodla Bankovní rada ČNB o zvýšení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace z 2,00 % na 2,50 %. Tuto změnu provedla ve dvou krocích, vždy po 0,25 % v červnu a v srpnu. Spolu s dvoutýdenní repo sazbou byly zvýšeny i sazba diskontní na 1,50 % a sazba lombardní na 3,50 %. V roce 2004 byly tradičně nástrojem pro řízení krátkodobých úrokových sazeb dvoutýdenní repo operace. S ohledem na dlouhotrvající přebytek volné likvidity v bankovním systému byly tyto operace aplikovány na stahování volných rezerv. Množství volné likvidity v roce 2004, která byla stahována prostřednictvím měnových operací, se pohybovalo mezi 402 až 494 mld. Kč. Proti průměru předešlého roku došlo k poklesu průměrné výše stahované likvidity o 22,1 mld. Kč. Co se týče správy devizových rezerv, tak na konci roku 2004 dosáhly devizové rezervy ČNB 636 mld. Kč a meziročně tak poklesly o 56 mld. Kč. Hlavní příčinou tohoto poklesu bylo posílení koruny vůči oběma rezervním měnám – americkému dolaru a euru. Devizové intervence nebyly v roce 2004 prováděny. V druhém pololetí roku 2004 začal posilovat kurz české koruny, který v první polovině roku oslabil. Celoroční průměrný kurz činil 31,9 CZK/EUR.

V roce 2005 rozhodla Bankovní rada ČNB celkem třikrát o snížení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace. Ve třech krocích – v lednu a dvakrát v dubnu po 0,25 % snižovala až na 1,75 %. V říjnu pak naopak tuto hlavní sazbu zvýšila zpět na 2 %. Objem volné likvidity stahované denně prostřednictvím měnových operací měl průměrnou výši 444 mld. Kč. Devizové rezervy ČNB na konci roku 2005 dosáhly objemu 726,7 mld. Kč a meziročně tak došlo k nárůstu o 90,5 mld. Tento nárůst měly na svědomí privatizační příjmy ve výši cca 81 mld. Kč. Dalším důvodem bylo oslabení kurzu koruny vůči dolaru téměř o 10 %. Vůči euru koruna naopak o necelých 5 % posílila. Devizové intervence nebyly prováděny ani v roce 2005.

V roce 2006 rozhodla Bankovní rada celkem dvakrát o zvýšení základní úrokové sazby. Zvýšení proběhlo postupně v červenci a v září pokaždé o 0,25 procentního bodu – z 2,00 % na 2,50%. Opět byly využity dvoutýdenní repo operace na stahování volné likvidity z bankovního systému. Změna proběhla v četnosti vyhlášení těchto operací – z denního na tři operace týdně. Touto změnou se ČNB přiblížila ke standardu vyspělých finančních trhů EU. Množství volné likvidity, které ČNB stahovala v roce 2006, bylo v průměru 442

mld. Kč. Devizové rezervy dosáhly v závěru roku 2006 hodnoty 656,6 mld. Kč a meziročně tak došlo k poklesu jejich hodnoty o 70,1 mld. Kč. K tomuto prudkému poklesu došlo především zásluhou posilování směnného kurzu koruny vůči dolaru (cca o 15 %) a euru (cca o 5,2 %). Ani v roce 2006 nepřistoupila ČNB k provádění devizových intervencí.

V roce 2007 proběhlo dle rozhodnutí Bankovní rady ČNB zvýšení limitní sazby pro dvoutýdenní repo operace celkem čtyřikrát, vždy o 0,25 procentního bodu. Z počáteční hodnoty 2,50 % se tak postupným zvyšováním stalo 3,50 %. Stahovaná volná likvidita prostřednictvím dvoutýdenních repo operací dosáhla průměrné výše 399 mld. Kč, což znamenalo oproti předešlému roku pokles o cca 43 mld. Kč. Tento vývoj byl způsoben především průběžným růstem oběživa. Hodnota devizových rezerv dosáhla v závěru roku 2007 objemu 631 mld. Kč. K poklesu výše oproti předchozímu roku došlo hlavně kvůli posilování směnného kurzu koruny vůči dolaru (cca o 13 %) a euru (cca 3,2 %). Devizové intervence nebyly v ani v roce 2007 prováděny.

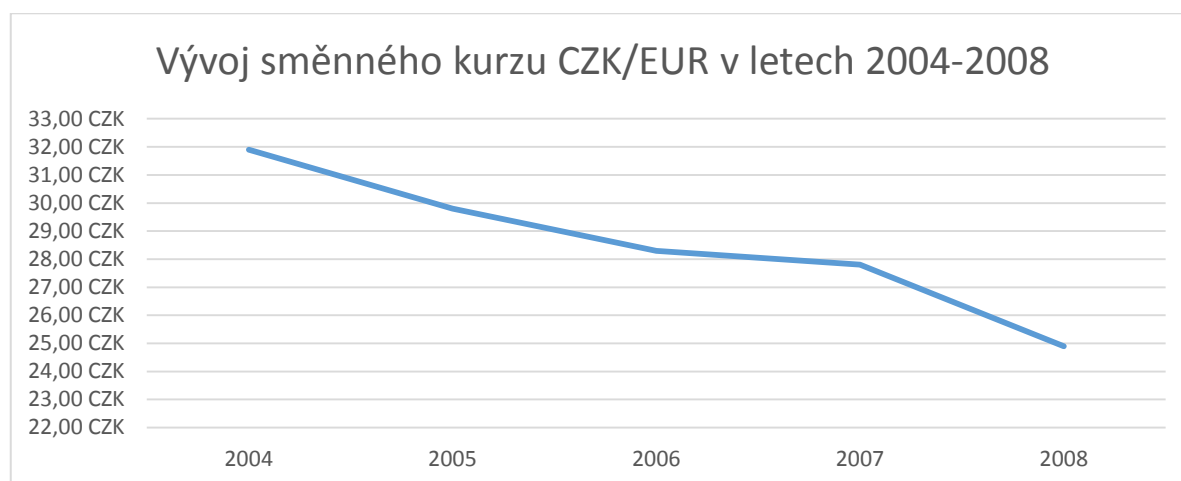
Rok 2008 začal únorovým zvýšením úrokových sazeb, kdy repo sazba dosáhla úrovně 3,75 %. Ve druhém pololetí pak došlo k opakovanému snižování, a to v srpnu o 0,25 procentního bodu na 3,50 %, v listopadu 0,75 procentního bodu na 2,75 % a v prosinci o 0,50 procentního bodu na konečných 2,25 %. Objem stahované volné likvidity v roce 2008 činil průměrně 368 mld. Kč, což znamenalo meziroční pokles o cca 31 mld. Kč. Tento vývoj byl způsoben jednak průběžným růstem oběživa a jednak jeho mimořádným nárůstem v říjnu 2008, který byl zapříčiněn nejistotou vyvolanou finanční krizí na zahraničních trzích. Jako reakci na propuknutí finanční krize, přistoupila ČNB k řadě mimořádných opatření. Zvýšený zájem o výběr hotovosti způsobil v některých bankách snížení primárních vkladů a ty byly nuceny získávat likviditu jiným způsobem než obvykle. Cílem těchto mimořádných operací tedy bylo navýšení likvidity na sekundárním trhu státních dluhopisů a zpřístupnění dalších kanálů pro získávání potřebné likvidity. Tyto mimořádné operace byly tzv. reverzní repo operace a devizové swapy. Prostřednictvím reverzních repo operací dodávala ČNB bankám potřebnou likviditu proti zástavě cenných papírů se splatností 14 dní nebo 3 měsíce. Devizové swapy k získání korunové likvidity proti eurům byly bankám poskytovány s libovolnou splatností až do 3 měsíců. V závěru roku 2008 byla tržní hodnota devizových rezerv ČNB 706 mld. Kč, což znamenalo meziroční nárůst o 81 mld. Kč. Devizové intervence nebyly prováděny ani v roce 2008.

Tab. 3: Vývoj úrokových sazeb v letech 2004-2008

Období	Repo sazba 2T (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)
31. 12. 2004	2,50	1,50	3,50
31. 12. 2005	1,50	1,00	3,00
31. 12. 2006	2,50	1,50	3,50
31. 12. 2007	3,50	2,50	4,50
31. 12. 2008	2,25	1,25	3,25

Zdroj: data ČNB, vlastní zpracování

Obr. 6: Vývoj směnného kurzu CZK/EUR v letech 2004-2008



Zdroj: data ČSÚ, vlastní zpracování

4.1.2 Situace v ČR v letech 2009-2013

Makroekonomický vývoj

Rok 2009 byl ve znamení výrazného ekonomického poklesu důsledkem celosvětové finanční a hospodářské krize. Ekonomická aktivita zaznamenala výrazný pokles hned ze začátku roku. I přes fakt, že se v dalších čtvrtletích situace stabilizovala, pokles z přelomu let 2008 a 2009 způsobil záporný meziroční růst HDP. Hrubý domácí produkt poklesl oproti předešlému roku o 4,1 %. Ve vztahu k velké otevřenosti české ekonomiky a její velké závislosti na zahraniční poptávce výrazně poklesl vývoz a v souvislosti s tím i investice. Naopak pozitivní vliv měla spotřeba domácností, která si naopak uchovala poměrně rychlý růst a tišila tak první dopady krize na domácí ekonomiku. Nepříznivý vývoj domácí ekonomiky se promítal se zpožděním do zhoršení situace na trhu práce. Zaměstnanost a počet volných míst klesaly a v návaznosti na to rostla nezaměstnanost.

Rok 2010 byl prvním pokrizovým rokem pro globální i domácí ekonomiku. Po ekonomickém propadu v roce 2009, byl rok 2010 ve znamení růstu, a to o 2,2 %. Z hlediska struktury byla vidět silná zahraniční poptávka, která se projevila především do růstu průmyslové výroby a naopak slabá domácí poptávka. V reakci na krizový rok 2009 a neudržitelný stav veřejných financí, přijala česká vláda fiskální balíček, který znamenal zvýšení některých nepřímých daní a výdajové škrty z položek sociálních transferů. Nízký ekonomický růst se ukázal jako nedostatečný pro tvorbu nových pracovních míst. I přes to došlo k mírnému zlepšení na trhu práce. Zmírnil se pokles zaměstnanosti a míra nezaměstnanosti se začala mírně snižovat.

Tuzemský ekonomický vývoj v prvním pololetí 2011 pokračoval do značné míry v trendu nastaveném z předešlého období. Ekonomický růst ze začátku roku mírně zrychlil, ale ve druhém čtvrtletí začal dle prognóz zpomalovat vlivem fiskální restrikce, ústupu investic a zpomalení růstu zahraniční poptávky. Vlivem oživení ekonomického růstu v předchozím období, došlo s obvyklým zpožděním k obnovení mírného růstu zaměstnanosti a postupnému poklesu míry nezaměstnanosti. Ve druhém pololetí 2011 se české hospodářství nacházelo v technické recesi. Za celý rok 2011 domácí ekonomika, měřeno reálným HDP, vzrostla o 1,7 %.

Rok 2012 byl ve znamení táhlé recese, která zatěžovala českou ekonomiku po celou dobu jeho trvání. Důvodem byla především klesající domácí poptávka související se spotřebitelskými a investičními obavami domácností i firem. Začátek roku přinesl negativní vlnu pro tuzemskou poptávku v podobě dalších fiskálních restrikcí, které znamenaly zvyšování nepřímých daní, snižování sociálních transferů a investic. Velký dopad měla recese, která zastihla celou eurozónu. Oslabovala tak i zahraniční poptávka. Recese se promítla i do situace na trhu práce, která se zhoršovala.

Rok 2013 znamenal pro domácí ekonomiku pokles o 0,9 %. Recese vyvrcholila v prvním čtvrtletí. Od druhého čtvrtletí již česká ekonomika zlepšovala svou výkonnost, a to především zásluhou rostoucí zahraniční poptávky. V závěru roku se začaly objevovat i první známky oživení tuzemské poptávky, včetně růstu spotřebitelských výdajů domácností jako reakce na krok ČNB využít měnový kurz jako nástroj měnové politiky.

Tab. 4: Hlavní makroekonomické ukazatele ČR 2009-2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý domácí produkt (mld. Kč, b.c.)	3 921,8	3 953,7	4 022,5	4 041,6	4 077,1	4 260,9
Hrubý domácí produkt (růst v %, r/r, reálně)	-4,8	2,3	2,0	-0,9	-0,5	2,0
Spotřeba domácností (růst v %, r/r, reálně)	-0,7	1,0	0,3	-1,5	0,7	1,5
Průměrná míra inflace (%) CPI	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4
Průměrná míra inflace (%) HICP	0,6	1,2	2,2	3,5	1,4	0,4
Zaměstnanost (růst v %)	-1,8	-1	-0,3	0,4	0,3	0,6
Míra nezaměstnanosti (průměr v %)	6,7	7,3	6,7	7,0	7,0	6,1
Směnný kurz CZK/EUR	26,4	25,3	24,6	25,1	26,0	27,5

Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování

Vývoj inflace

Pro období 2006 – 2009 byl bankovní radou ČNB inflační cíl stanoven ve výši 3 % s tolerančním pásmem 1 procentního bodu na obě strany. S platností od roku 2010 byl tento cíl snížen na 2 % s totožným tolerančním pásmem.

Měnová politika se v roce 2009 nacházela ve velmi obtížných podmínkách, které byly následkem trvajících světové finanční a hospodářské krize. Inflace zaznamenala hned začátkem roku 2009 prudký pokles až pod hranici tolerančního pásma stanoveného inflačního cíle, protože odezněly jednorázové faktory, které zapříčinily její prudké zvýšení v roce 2008. K udržení inflace v blízkosti bodového inflačního cíle, bylo třeba pokračovat v postupném snižování úrokových sazeb, které ČNB započala již v srpnu předešlého roku.

V návaznosti na tuto nepříznivou prognózu, bankovní rada ČNB v únoru 2009 vydala rozhodnutí o snížení klíčové úrokové sazby o 0,5 procentního bodu, a dvoutýdenní repo sazba tedy činila 1,75 %. Ve druhém čtvrtletí roku se inflace dále snižovala, což bylo způsobeno zejména opožděným dopadem změn nepřímých daní a zpomalením růstu regulovaných cen na pozadí jenom minimálního či záporného zvyšování cen ostatních položek spotřebního koše. V květnu bankovní rada rozhodla o dalším snižování klíčových úrokových sazeb, a to o 0,25 procentního bodu – dvoutýdenní repo sazba tedy byla na hranici 1,50 %. Ve třetím čtvrtletí se inflace snížila o více než jeden procentní bod, až v září dosáhla nulové hodnoty. Prognóza inflace ČNB byla ve světle nových informací a skutečností upravena, na což reagovala bankovní rada ČNB dalším snížením klíčových úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu na konečných 1,25 % u dvoutýdenní repo sazby. V říjnu se inflace dostala až do záporných hodnot, kde nevydržela příliš dlouho. Vlivem výrazného nárůstu cen pohonných hmot se opět zvýšila.

V roce 2010 se měnová politika pohybovala v prostředí pomalého zotavování české a světové ekonomiky z následků světové finanční hospodářské krize. Co se inflace týče, tak ta se v prvním čtvrtletí nacházela mírně pod spodní hranicí tolerančního pásma inflačního cíle. Do blízkosti stanoveného 2 % cíle se dostala až v červenci. Nízká inflace, a především její prognóza, umožnila bankovní radě ČNB snížit úrokové sazby o dalších 0,25 procentního bodu (s výjimkou diskontní sazby, která zůstala na hodnotě 0,25 %). Vlivem zrychlování růstu regulovaných cen a zmírnění poklesu cen potravin se inflace ve druhém

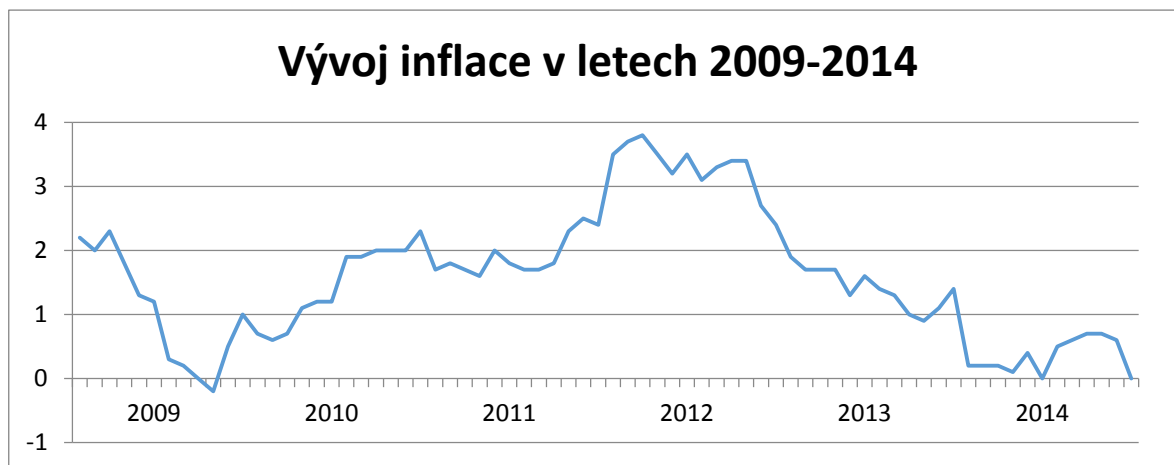
čtvrtletí roku 2010 zvýšila a nacházela se lehce nad dolním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle. Ve třetím čtvrtletí se inflace zvýšila o další procentní bod, příčinou byly opět ceny potravin a regulované ceny. Zrychlení růstu cen potravin a pohonných hmot v závěru roku vedlo k zvýšení inflace mírně nad cíl.

Inflace se v průběhu roku 2011 nacházela většinou v blízkosti cíle ČNB. V prvním pololetí se částečně i díky slabě posilujícímu kurzu koruny, který z části zmírnil dopady vysokých cen komodit a potravin na světových trzích, inflace pohybovala lehce pod hranicí 2 %. V závěru roku došlo ke zvýšení inflace nad 2 % hladinu, což bylo následkem zejména promítnutí nárůstu sazby DPH plánovaného na 1. ledna 2012 do cen potravin.

Po většinu roku 2012 celková inflace kolísala nad horní hladinou tolerančního pásma, a to v důsledku již zmíněné změny v DPH, která spočívala ve zvýšení snížené sazby. V závěru roku se inflace stabilizovala do určeného pásma. V průměru za rok 2012 byla míra inflace 3,3 %. Základní úroková sazba ČNB byla snížena až k technické nule – na 0,05 %, načež bankovní rada vydala prohlášení, že sazby budou drženy na této nulové úrovni až do doby, kdy dojde k výraznému zvýšení inflačních tlaků. Součástí prohlášení byl i alternativní scénář, kdy byla nastíněna možnost využití i dalšího měnově-politického nástroje, a to devizových intervencí na oslabení koruny. Již toto prohlášení zapříčinilo koncem roku 2012 a začátkem roku 2013 oslabení a následnou stabilizaci měnového kurzu koruny. To mělo pozitivní vliv na inflaci i ekonomickou situaci ČR, která se nacházela ve vleklé recesi.

V průběhu roku 2013 vyšlo najevo, že dopady hospodářské recese a útlum na trhu práce přetrvávají, a jejich protiinflační důsledky společně s poklesem cen surovin a energií, způsobují další pokles inflace. V konkrétních číslech, začátkem roku 2013 inflace klesla pod hladinu 2 % vlivem zvýšení daní a tzv. jádrová inflace (korigovaná inflace bez pohonných hmot) byla stále záporná. Česká ekonomika zaznamenávala stále pokles. Zvyšovalo se riziko, že bez dalšího uvolnění měnové politiky, hrozí České republice úpadek do deflace. Vzhledem k nemožnosti dalšího snižování úrokových sazeb, se pravděpodobnost využití devizových intervencí stále zvyšovala.

Obr. 7: Vývoj inflace v ČR v letech 2009-2014



Zdroj: data ČSÚ, vlastní zpracování

Měnový vývoj

V průběhu roku 2009 byla snížena repo sazba z 2,25 % na konečné 1,00 %, a to ve čtyřech krocích – v únoru, květnu, srpnu a prosinci vždy o 0,25 procentního bodu. Diskontní a lombardní sazby byly přizpůsobovány repo sazbě tak, aby mezi nimi bylo vždy rozpětí ± 1 %. Výjimkou bylo prosincové snížení, kdy diskontní sazba zůstala nezměněná na 0,25 %, tudíž její rozdíl vůči repo sazbě byl 0,75 %, a to z důvodu, že diskontní sazba je v právním řádu často užívaná jako referenční sazba pro výpočet úroků. Průměrná výše volné likvidity stahované prostřednictvím repo operací z bankovního systému byla v roce 2009 348 mld. Kč. I v roce 2009 mohly banky využít mimořádných operací, ke kterým ČNB přistoupila v roce 2008 z důvodu finanční krize. V závěru roku 2009 byla tržní hodnota spravovaného portfolia devizových rezerv ČNB 730 mld. Kč, což znamenalo meziroční nárůst o 24 mld. Kč. Devizové intervence v roce 2009 nebyly uplatněny.

V roce 2010 došlo v květnu k dalšímu snížení repo sazby z 1,00 % na 0,75 %. Diskontní sazba zůstala nezměněná po celý rok na úrovni 0,25 %. Lombardní sazba se snížila v souladu se snížením repo sazby na 1,75 %. Přebytek volné likvidity, který ČNB stahuje z bankovního systému prostřednictvím repo operací, byl za rok 2009 v průměrné výši 385 mld. Kč, což bylo oproti předešlému roku o cca 18 mld. Kč více. V roce 2010

ČNB pokračovala v umožňování mimořádných operací pro banky – dodávací repo operace a devizové swapy, ale nebyly už prakticky vůbec využívány. Na konci roku 2010 byla tržní hodnota devizových rezerv ČNB v hodnotě 756 mld. Kč, což představovalo zvýšení o 26 mld. Kč oproti předešlému roku. Devizové intervence v roce 2010 prováděny nebyly.

V roce 2011 zůstaly všechny tři základní úrokové sazby nezměněné – limitní dvoutýdenní repo sazba 0,75 %, diskontní sazba 0,25 % a lombardní sazba 1,75 %. Objem volné likvidity stažené v roce 2011 z bankovního systému prostřednictvím repo operací byl v průměru 353 mld. Kč. Co se týče devizových rezerv, tak jejich hodnota na konci roku 2011 byla 755 mld. Kč. Devizové rezervy se v korunovém vyjádření zvýšily díky výnosu portfolií a oslabení koruny vůči rezervním měnám. V roce 2011 nebyly provedeny žádné devizové intervence.

V průběhu roku 2012 Bankovní rada ČNB nadále snižovala sazby, až došlo ke snížení dvoutýdenní repo sazby na historické minimum 0,05 %. Na stejnou hodnotu byla snížena i sazba diskontní. Právě proto došlo k výraznému nárůstu využívání depozitní facility místo využívání likvidity stahované prostřednictvím repo operací. Množství volné likvidity stahované v roce 2012 prostřednictvím obou typů měnových operací dosahoval průměrné výše 345 mld. Kč. Výše devizových rezerv pod správou ČNB se zvýšila v roce 2012 na 855 mld. Kč, a to především díky externím tokům, které pocházeli z nákupu nebo prodeje cizí měny klientům ČNB a klientských devizových depozit. V listopadu Bankovní rada ČNB prohlásila, že v případě nutnosti je připravena využít dalších měnově-politických nástrojů, a to konkrétně devizových intervencí, aby oslabila kurz koruny. Zároveň ČNB přerušila prodej části výnosů z investic devizových rezerv, protože by v budoucnu mohly představovat rozpor s implementací měnové politiky v situaci, kdy jsou základní úrokové sazby na technické nule.

V roce 2013 nedošlo k žádným změnám v hodnotách základních úrokových sazeb. Repo sazba a diskontní sazba zůstaly na technicky nulové úrovni 0,05 % a lombardní sazba na úrovni 0,25 %. V situaci technicky nulových sazeb, kdy k potřebnému uvolňování měnové politiky není možné další snižování, rozhodla Bankovní rada ČNB v listopadu 2013 o použití devizových intervencí a nakoupila na devizovém trhu devizy v celkovém objemu 201,735 mld. Kč. Volná korunová likvidita na finančním trhu tedy narostla o tuto sumu. Všechna tato nová volná likvidita je z trhu postupně stahována prostřednictvím

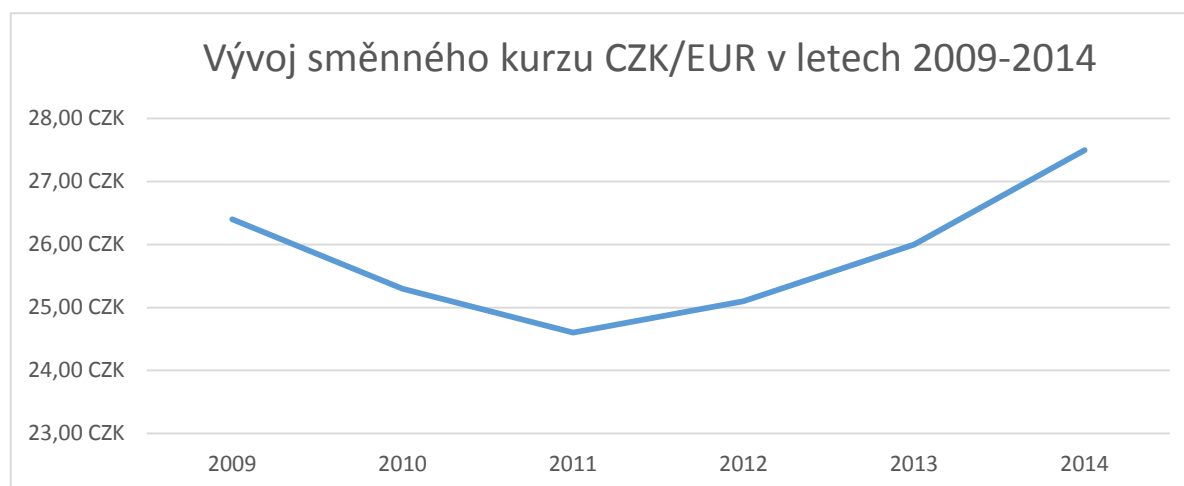
úrokových operací. Celková průměrná hodnota stahované volné likvidity činila 391 mld. Kč před začátkem intervencí a 591 mld. Kč po intervencích. Devizové rezervy na konci roku 2013 dosahovaly hodnoty 1 118 mld. Kč.

Tab. 5: Vývoj úrokových sazeb ČNB v letech 2009-2014

Období	Repo sazba 2T (%)	Diskontní sazba (%)	Lombardní sazba (%)
31. 12. 2009	1,00	0,25	2,00
31. 12. 2010	0,75	0,25	1,75
31. 12. 2011	0,75	0,25	1,75
31. 12. 2012	0,05	0,05	0,25
31. 12. 2013	0,05	0,05	0,25
31. 12. 2014	0,05	0,05	0,25

Zdroj: data ČNB, vlastní zpracování

Obr. 8: Vývoj směnného kurzu CZK/EUR v letech 2009-2014



Zdroj: data ČSÚ, vlastní zpracování

4.1.3 Situace v ČR v letech 2013-2014 – období devizových intervencí

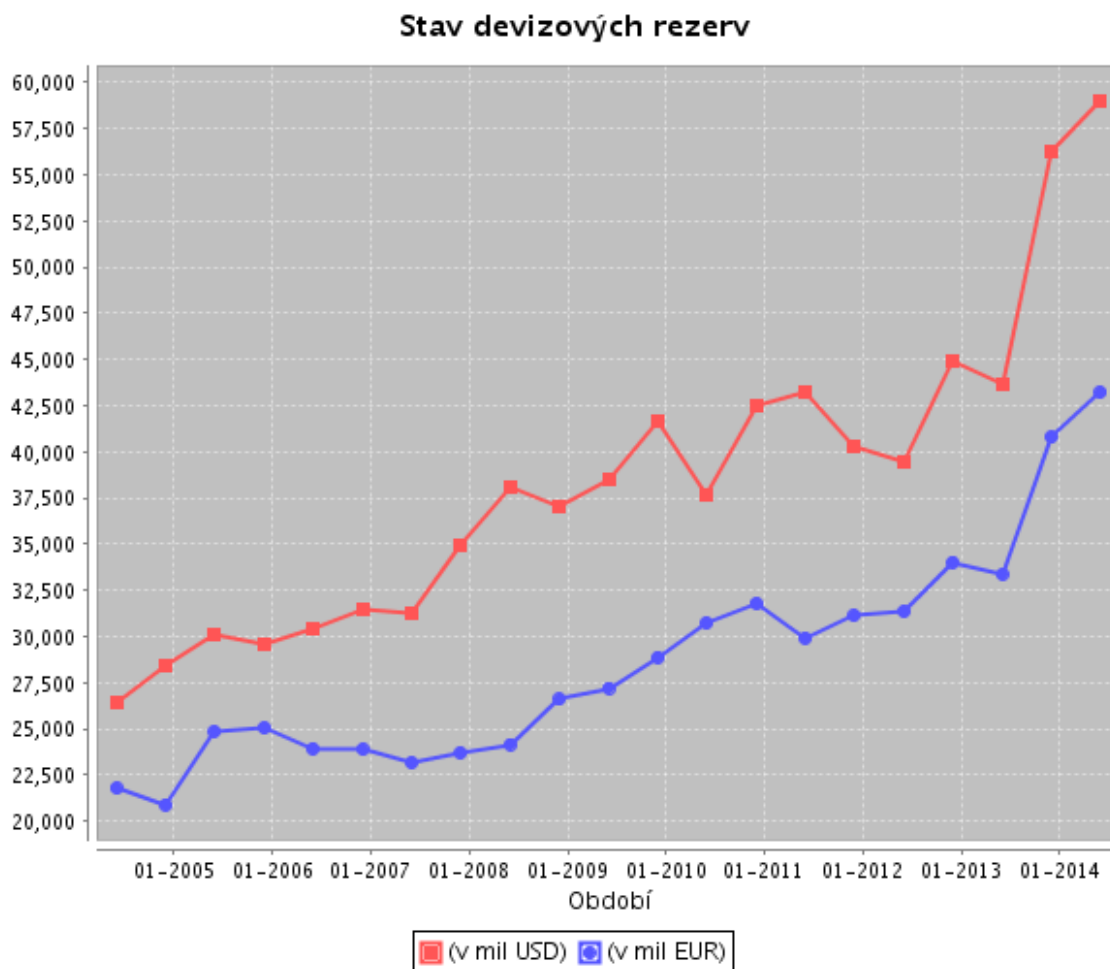
ČNB využívá primárně jako nástroj své měnové politiky úrokové sazby – 2T repo sazbu, diskontní sazbu a lombardní sazbu. V tomto ohledu byl ovšem zlomový rok 2012, kdy v důsledku střetu slábnoucí zahraniční poptávky a klesající tuzemské poptávky vymizely z české ekonomiky poptávkové inflační tlaky, což způsobilo, že úrokové sazby v České republice musely být ČNB stlačeny na historické minimum. Po dvou letech neměnných sazeb ČNB v průběhu roku celkem třikrát snížila oficiální úrokové sazby. Základní úroková sazba tak během roku 2012 klesla z úrovně 0,75 % na technicky nulovou úroveň 0,05%. Dle prohlášení bankovní rady měly být sazby drženy na technicky nulové úrovni v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků. Bohužel ani dlouhodobé držení technicky nulových sazeb příliš nezafungovalo a proto ČNB přistoupila v listopadu 2013 k využití devizových intervencí.

V souladu se zákonným mandátem – udržet cenovou stabilitu v České republice, má ČNB možnost využít dalších nástrojů, kterými jsou i devizové intervence. Devizové intervence jsou jako nástroj měnové politiky pro malou otevřenou ekonomiku s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru, kterou je Česká republika, efektivnější k uvolnění měnových podmínek než nástroje jiné. Devizové intervence na oslabení koruny probíhají tak, že ČNB nakoupí cizí měnu a prodává tuzemské koruny. K nákupu cizí měny má ČNB k dispozici koruny v neomezeném množství, protože českou měnu sama emituje. ČNB jako správce devizových rezerv využívá jako rezervní měny americký dolar a euro. Devizové rezervy se mezi tyto měny rozdělují s ohledem na více různých faktorů, z nichž nejvýznamnější je diverzifikace investic, která se snaží dosahovat co největší stability výnosu vzhledem k vývoji vzájemného kurzu rezervních měn. Při určování poměru zastoupení měn v devizových rezervách vychází ČNB z analýzy historických časových řad výnosů na amerických a evropských trzích a kurzu EUR/USD. Mezi další činitele, které se berou v úvahu, patří hlavně zohlednění povahy domácího devizového trhu, kde EUR/CZK představuje nejvýznamnější a nejvíce obchodovaný

měnový pár.²² Oslabení kurzu koruny vůči euru se promítá i do vývoje kurzu koruny vůči jiným měnám. Vývoj koruny k dolaru je poslední dobou významně ovlivňován vývojem kurzu eura k dolaru, čili měnovou politikou Evropské centrální banky a Federálního centrálního systému (USA).

²² ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2002* [online]. 2003. [cit. 2015-11-05] Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2002.pdf/.

Obr. 9: Devizové intervence prováděné ČNB v letech 2004-2014



Zdroj: systém časových řad ARAD, www.cnb.cz

Devizové intervence se staly v průběhu roku 2013 v České republice aktuálním tématem, které zasáhlo širokou veřejnost. 7. listopadu 2013 totiž Bankovní rada ČNB rozhodla o jejich využití. Naposledy ČNB přistoupila k devizovým intervencím v roce 2002. Tenkrát bylo jejich cílem stabilizovat kurz koruny, který do té doby prudce posiloval, a to za trvání nenulových sazeb. V meziročním vyjádření kurz koruny vůči euru, resp. dolaru posílil až o 15 %, což znamenalo závažný měnový a makroekonomický problém. Trend posilování tuzemské měny se do jisté míry jeví jako objektivní, avšak tento prudký nárůst v roce 2002 představoval velmi nepříjemný problém ovlivňující konkurenceschopnost celé české ekonomiky. Posilování koruny bylo zapříčiněno

především poptávkou zahraničních investorů, která souvisela s dokončováním procesů kolem privatizace a některých významných investic.

V České republice byla tzv. jádrová inflace záporná už od roku 2009, čili klesaly ceny spotřebního zboží i služeb. Kritickou prognózu zaznamenal i nízký meziroční růst mezd u soukromých firem a rovněž dlouhodobě klesaly ceny nemovitostí. Deflace, která znamená pokles cen nakupovaného zboží a služeb, se jeví pro jednotlivé spotřebitele jako kladný jev. Na úrovni národohospodářské je ovšem tato skutečnost velmi nepříznivá. Na první pohled deflace opravdu způsobuje, že si lidé mohou dovolit nakoupit za své příjmy více. Pokud ovšem tento stav v ekonomice přetrvává, ekonomika se dostává do útlumu a firmy musejí z důvodu snížené poptávky začít propouštět zaměstnance nebo minimálně alespoň snižovat mzdy, a to proto, že lidé mohou začít své nákupy a investice odkládat v domnění, že ceny budou klesat i nadále. Zásah ČNB prostřednictvím devizových intervencí kvůli riziku deflace doporučila České republice v roce 2013 i hodnotící komise Mezinárodního měnového fondu.

7.11.2013 tedy ČNB zahájila devizové intervence a na základě rozhodnutí bankovní rady se zavázala, že bude v případě potřeby průběžně intervenovat na devizovém trhu s cílem oslabení kurzu koruny tak, aby stabilizovala kurz koruny vůči euru poblíž úrovně 27 CZK/EUR. V případě, že se kurz vzdálí hladině 27 CZK/EUR na slabší straně, ČNB nezasahuje a nechává kurz koruny pohybovat podle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. Naopak posílení, které už by neodpovídalo kurzovému závazku, tomu se ČNB brání automatickými intervencemi. Obdobně jako je tomu u úrokových sazeb, může bankovní rada ČNB na dalším měnově-politickém zasedání ustanovit o změně této hladiny. Tyto jednání probíhají zpravidla osmkrát ročně. ČNB může intervenovat v takovém objemu a po tak dlouhou dobu, aby byl splněn její inflační cíl.

Díky oslabení kurzu koruny zmizela hrozba deflační spirály a ekonomický růst se zrychlil. V roce 2014 česká ekonomika vzrostla o 2% a v průběhu roku 2015 se ekonomický růst zatím stále zvyšuje. V případě, že by ČNB pouze nečinně přihlížela, ekonomika by se pravděpodobně oživovala mnohem pomaleji. Oslabení kurzu koruny způsobilo růst dovozních cen. V návaznosti na nárůst dovozních cen rostla i celková cenová hladina v tuzemsku, což způsobilo nižší koupěschopnost domácností. Na druhou stranu poptávka domácností může být přeměrována na domácí zboží a služby. Slabší kurz

koruny zároveň podporuje české vývozce a promítá se do růstu vývozních zakázek. Tím narůstá konkurenceschopnost a ziskovost podniků a rostou i jejich investice. Peníze se začínají v ekonomice rychleji otáčet. Oživení ekonomiky se příznivě projevilo v růstu zaměstnanosti na trhu práce a v obnově růstu mezd v soukromém sektoru.

Celková inflace na začátku roku 2014 kriticky klesla až hluboko pod dolní hranici tolerančního pásma stanoveného ČNB. Hlavní příčinou mohlo být odeznění změn DPH uskutečněných v roce 2013 a pokles regulovaných cen. Dále se zvyšoval sklon k deflaci v eurozóně, což brzdilo růst dovozních cen a působilo tak proti zvyšování inflace v ČR. K pozitivnímu vývoji inflace nepřispěl ani pokles cen pohonných hmot nebo pokles cen agrárních komodit – v důsledku zákazu jejich dovozu do Ruska.

Dle prohlášení rady ČNB skončí používání měnového kurzu jako měnově-politického nástroje ve chvíli, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle třeba výrazně zpřísnit měnovou politiku. Tohoto zpřísnění pak bude dosaženo ukončením devizových intervencí a následným zvýšením úrokových sazeb nad současnou technicky nulovou úroveň. Ovšem dle posledního prohlášení ČNB neplánuje ukončit používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v druhém pololetí roku 2016.²³

²³ ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Měnová politika* [online]. 2015. [cit. 2015-11-05] Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2015/151105_prohlaseni.html

4.1.4 Situace v SR v letech 2004-2008 (NBS)

Makroekonomický vývoj

Rok 2004 byl ve vývoji ekonomiky na Slovensku ovlivněn několika významnými skutečnostmi. Mezi nimi byl samozřejmě vstup Slovenska do Evropské unie a ukončení daňových reforem. Vstupem do Evropské unie dne 1. května 2004 se Slovensko stalo součástí Hospodářské a měnové unie a dostalo status tzv. členského státu s derogací, což znamená, že vstupem do EU přijalo závazek do budoucna přijmout euro za svou domácí měnu. Pro Národní banku Slovenska znamenal vstup do EU fakt, že se stala součástí Evropského systému centrálních bank se všemi právy a povinnostmi z toho vyplývajícími. Aby Slovensko mohlo přijmout euro, muselo se zavázat ke splnění tzv. konvergenčních kritérií. Dále Slovensko přijalo Společnou zemědělskou politiku, která přináší soubor ekonomických, finančních a legislativních nástrojů na zabezpečení jednotného trhu zemědělských výrobků. Dynamika ekonomického růstu se v roce 2004 zrychlila a dosáhla 5,5 %, což byla nejvyšší úroveň od roku 1997. V průběhu roku se rozhýbaly všechny složky HDP a především domácí poptávka. Prostor pro zvyšování spotřebitelské poptávky vytvořily především reálné mzdy, pokles daňového zatížení běžných příjmů domácností, ale i lehčí dostupnost spotřebitelských úvěrů v komerčních bankách. Saldo zahraničního obchodu bylo díky vyšší dynamice dovozu záporné.

V roce 2005 byla dynamika ekonomického růstu rychlejší, a to 6 %. Struktura ekonomického růstu byla vyvážená a ovlivněná domácí i zahraniční poptávkou. Zrychlení růstu HDP bylo způsobeno především investiční činností. Výrazný příliv investic směřoval do infrastrukturních staveb, které souvisely s výstavbou nových automobilových závodů. Co působilo na růst HDP spíše tlumivě, byla úroveň čistého vývozu, kdy dovoz, jako v předešlém roce, byl vyšší. I v roce 2005 pokračoval trend růstu úvěrových aktivit, který ještě podpořilo snížení úrokových sazeb.

V roce 2006 se slovenská ekonomika vyvíjela v prostředí celosvětového ekonomického růstu. Růst slovenské ekonomiky byl pozitivně ovlivňován, jako v předešlém roce, rozsáhlými zahraničními investicemi. Pozitivní trend zaznamenal vývoj čistého vývozu, a to díky rozšiřování výrobních kapacit a produkčních aktivit, především

v automobilovém a elektrotechnickém průmyslu. Pozitivní trend zaznamenala i zaměstnanost, která meziročně stoupla, a nezaměstnanost, která naopak klesala.

Rok 2007 zaznamenal pokračující dynamiku ekonomického vývoje, kdy růst HDP ve stálých cenách zaznamenal hodnotu 10,4 %, a to především díky vyššímu příspěvku čistého exportu a částečně i díky předzásobování cigaretami a tabákovými výrobky (v lednu 2008 proběhlo zvýšení daně na cigarety a tabákové výrobky). Trvajícím trendem silného růstu HDP se projevil i do růstu mezd a zaměstnanosti, do poklesu nezaměstnanosti a růstu produktivity práce.

Jako všude byl i na Slovensku rok 2008 ve znamení celosvětové finanční a hospodářské krize. Ta způsobila zpomalení průměrného reálného ekonomického růstu Slovenska na 6,4 %, kdy z lednové hodnoty 9,3 % klesl na prosincových 2,5 %. Klesla nejen zahraniční poptávka, ale i příliv zahraničních investic. Díky tomu, že HDP rostlo, i když pomaleji, tak zaměstnanost také rostla a nezaměstnanost stále klesala.

Tab. 6: Hlavní makroekonomické ukazatele SR 2004-2008

	2004	2005	2006	2007	2008
Hrubý domácí produkt (mld. EUR, b.c.)	46,1	50,3	56,1	62,9	68,3
Hrubý domácí produkt (růst v %, r/r, reálně)	5,3	6,4	8,5	10,8	5,7
Průměrná míra inflace (%) CPI	7,5	2,7	4,5	2,8	4,6
Průměrná míra inflace (%) HICP	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9
Zaměstnanost (růst v %)	-0,2	1,6	2,1	2,1	3,2
Míra nezaměstnanosti (průměr v %)	18,1	16,2	13,3	11,0	9,6
Směnný kurz SKK/EUR	40,045	38,593	37,248	33,781	31,291

Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

Vývoj inflace

Národní banka Slovenska si v prosinci 2004 ve svém Měnovém programu na roky 2005–2008 stanovila cíle měnové politiky až do doby, kdy Slovensko vstoupí do eurozóny. V souvislosti s předpokládaným přijetím eura a s tím spojenou podmínkou splnění

Maastrichtských kritérií, stanovila NBS od začátku roku 2005 cíl měnové politiky jako inflační cílení v podmínkách ERM II (Evropský mechanismus směnových kurzů). Spolu s tím byl jako součást Měnového programu NBS do roku 2008 vyhlášený cíl pro meziroční míru inflace měřenou harmonizovaným indexem spotřebitelských cen na úroveň $3,5\% \pm 0,5$ procentního bodu k prosinci 2005, pod hladinu 2,5 % k prosinci 2006 a pod hladinu 2 % k prosinci 2007 a 2008. Zároveň byly stanoveny výjimky z plnění tohoto inflačního cíle.

V roce 2004 průměrná míra inflace měřená národním indexem spotřebitelských cen na Slovensku dosáhla hodnoty 7,5 %, což bylo o jeden procentní bod nižší než v předešlém roce. Inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen dosáhla v průměru za rok 2004 hodnoty 7,4 %. Růst cen zboží byl pomalejší než průměr – 6,2 %. Růst cen služeb dosáhl 10,1 %. V lednu došlo k růstu regulovaných cen a změně sazeb DPH, kdy byla zavedená jednotná sazba DPH ve výši 19 %. V květnu se zvýšila spotřební daň z cigaret a také mírně spotřební daň z vína (meziprodukty). Tato administrativní opatření měla podíl na celkovém nárůstu cen v roce 2004 asi 82 %. Ceny potravin byly ovlivněny spíše externími faktory, majoritně pak vstupem do Evropské unie, přijetím Společné zemědělské politiky a posilováním směnného kurzu. Kurz slovenské koruny posiloval vůči euru i americkému dolaru, což se projevilo nejen v cenách potravin, ale i v cenách pohonných hmot, kdy vývoj kurzu částečně utlumil růst cen ropy na světových trzích.

V roce 2005 byl růst spotřebitelských cen v porovnání s předešlým rokem výrazně pomalejší, kdy průměrná inflace měřená indexem spotřebitelských cen se pohybovala na hladině 2,7 % a inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen na hladině 2,8 % při růstu ceny zboží o 1,6 % a růstu cen služeb o 5,5 %. Jako v předešlém roce byly ceny ovlivňovány především tuzemskými faktory (administrativní opatření v oblasti regulovaných cen – růst regulovaných cen tepla, plynu, elektrické energie, vodné, stočné). Ceny potravin klesaly v průběhu celého roku, a to opět díky posilování směnného kurzu slovenské koruny vůči euru. V prosinci 2005 byla reálná meziroční míra inflace 3,9 %, což bylo v rámci stanovených hranic inflačního cílování definovaných měnovým programem.

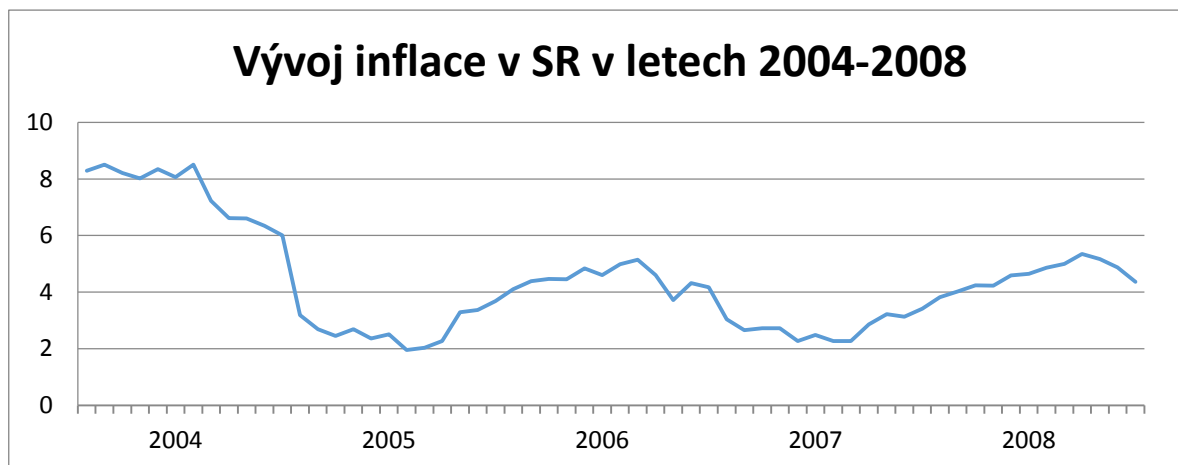
V roce 2006 se růst spotřebitelských cen zrychlil. Průměrná míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen dosáhla hodnoty 4,5 % a průměrná míra inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen 4,3 % při růstu cen zboží o 4,6% a růstu

cen služeb o 3,5 %. Ceny, jako v předchozích letech, byly ovlivňovány hlavně úpravami regulovaných cen energií a ve zdravotnictví. Dále mělo vliv i zvýšení spotřební daně na cigarety a také špatná úroda způsobená klimatickými podmínkami. V prosinci 2006 byla reálná míra inflace 3,7 %, což o 1,2 % přesáhlo stanovený cíl měnovým programem. Vlivy, které inflaci v průběhu roku 2006 ovlivňovaly, nespádaly do kategorie výjimek určených měnovým programem.

V roce 2007 byla průměrná míra inflace měřená indexem spotřebitelských cen 2,8 % a inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen 1,9 % při růstu cen zboží 1,4 % a růstu cen služeb 2,9 %. Na ceny měly vliv především externí faktory. Cenový vývoj byl ovlivňován vývojem světových cen komodit, ropy a energií, který se následně promítl do změn v regulovaných cenách, cenách pohonných hmot a potravin. V prosinci 2007 byla hodnota meziroční inflace 2,5 %, což bylo o 0,5 % nad hladinu definovanou měnovým programem. Překročení určeného cíle bylo zapříčiněno faktory, které byly mimo vliv měnové politiky NBS, a to globálním růstem cen potravinářských a energetických komodit, což se potom projevilo na konci roku ve spotřebitelských cenách potravin a pohonných hmot.

Za rok 2008 v průměru dosáhla inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen hodnoty 3,9 % při růstu cen zboží o 3,5 % a růstu cen služeb o 4,8 %. Na domácí cenovou hladinu měly stěžejní vliv vnější faktory jako vývoj světových cen ropy a zemědělských komodit. Na konci roku 2008 byla inflace o 1,5 % nad stanoveným cílem měnovým programem. Překročení bylo způsobeno faktory, které nebylo možno ovlivnit měnovou politikou NBS, a to konkrétně globálním růstem cen potravin a energetických komodit.

Obr. 10: Vývoj inflace v SR v letech 2004-2008 (použita metodika CPI)



Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

Měnová politika

V roce 2004 byla realizace měnové politiky v oblasti klíčových úrokových sazeb ve znamení jejich postupným snižováním, celkem o 2 %. Při jednáních o změně úrokových sazeb, jako hlavního měnově-politického nástroje, bylo přihlédnuto k hlavním makroekonomickým ukazatelům, především faktorům ovlivňující vývoj inflace. Ke snižování sazeb přistoupila NBS za účelem oživení domácí poptávky a částečně i kvůli tlakům na devizovém trhu. V průběhu roku nepřiměřeně posiloval směnný kurz, na což NBS reagovala i devizovými intervencemi. Průměrná hodnota směnného kurzu byla 40,045 SKK/EUR, což znamenalo meziroční zhodnocení 3,5 %. Přímá devizová intervence byla využita celkem dvakrát, a to v květnu a prosinci, kdy NBS celkem nakoupila 1 166 mil. EUR.

Od začátku roku 2005 začala NBS v souladu s Měnovým programem, který si na konci roku 2004 určila, provádět Strategii inflačního cílení v podmínkách ERM II. Definovala tak orientaci svojí měnové politiky na cenovou stabilitu a zároveň snahu o plnění Maastrichtských kritérií, jako podmínky vstupu Slovenska do Eurozóny. V květnu byl schválen Národní plán zavedení eura v SR jak Bankovou radou NBS, tak i vládou republiky. Ten představoval jednotlivé kroky, potřebné pro bezproblémové zavedení nové

měny a přijetí eura předpokládal na rok 2009. V listopadu se slovenská koruna stala členem mechanismu výměnných kurzů ERM II a centrální parita byla stanovaná na úroveň 38,4550 SKK/EUR, přičemž koruna mohla využívat flukтуаční pásmo $\pm 15\%$. Při vstupu do ERM II se Slovensko zavázalo nadále realizovat zdravou fiskální politiku a podporovat takový vývoj mezd, který bude ve shodě s růstem produktivity. Již začátkem roku 2005 čelila slovenská ekonomika výrazným tlakům na zhodnocování nominálního kurzu, což bylo následkem působení krátkodobého kapitálu v souvislosti s pozitivním očekáváním posilování slovenské koruny. Predikce inflačního vývoje předpovídala, že by se inflace na konci roku mohla nacházet pod stanoveným inflačním cílovým pásmem. Aby zvrátila tento vývoj, přistoupila NBS v únoru k devizovým intervencím. V březnu pak NBS rozhodla o snížení základní úrokové sazby o 1 procentní bod na 3,0 %.

V roce 2006 byla měnová politika NBS i nadále zaměřená na udržování střednědobých inflačních cílů a plnění Maastrichtského kritéria. V průběhu roku NBS zpřísnila měnovou politiku skrze úrokové sazby, které celkem čtyřikrát navýšila, až na konečnou hodnotu 4,75 %. NBS také opět využívala možnosti intervenovat na devizovém trhu, aby reagovala na vývoj směnného kurzu, který neodpovídal vývoji makroekonomických ukazatelů. NBS intervenovala dvakrát v květnu a jedenkrát v červnu, přičemž prodala celkem 3 085 mil. EUR. Další intervence proběhla v prosinci, kdy bylo naopak nakoupeno 495 mil. EUR zpět.

V průběhu roku 2007 NBS změnila nastavení měnové politiky skrze snižování základních úrokových sazeb, celkem o 0,5 procentního bodu. V prvním pololetí ČNB intervenovala na devizovém trhu. Důvodem byl, jako v předešlém roce, zájem korigovat zvýšenou volatilitu směnného kurzu slovenské koruny. První intervence přišla začátkem března, kdy se kurz slovenské koruny přiblížil 33,800 SKK/EUR, a v této situaci NBS vstoupila na devizový trh a začala nákup eur. Tento zásah stabilizoval kurz slovenské koruny jen na velmi krátkou dobu. 16. března byla změněna centrální parita, od které se může směnný kurz v režimu ERM II odchýlit. Původní parita 38,455 SKK/EUR se změnila na 35,4424 SKK/EUR. Směnný kurz se během víkendu propadl až na 32,710 SKK/EUR, a tak o 2 týdny později NBS nakoupila eura znovu. Poslední intervence roku 2007 proběhla v dubnu poté, co směnný kurz opět klesnul až na hodnotu 33,100 SKK/EUR. Následně se směnný kurz stabilizoval a dostal na 33,600 SKK/EUR. V průběhu intervenování NBS

nakoupila celkem 2 630 mil. EUR. Průměrná úroveň směnného kurzu za rok 2007 byla 33,378 SKK/EUR, což představovalo zhodnocení 9,3 % oproti předešlému roku.

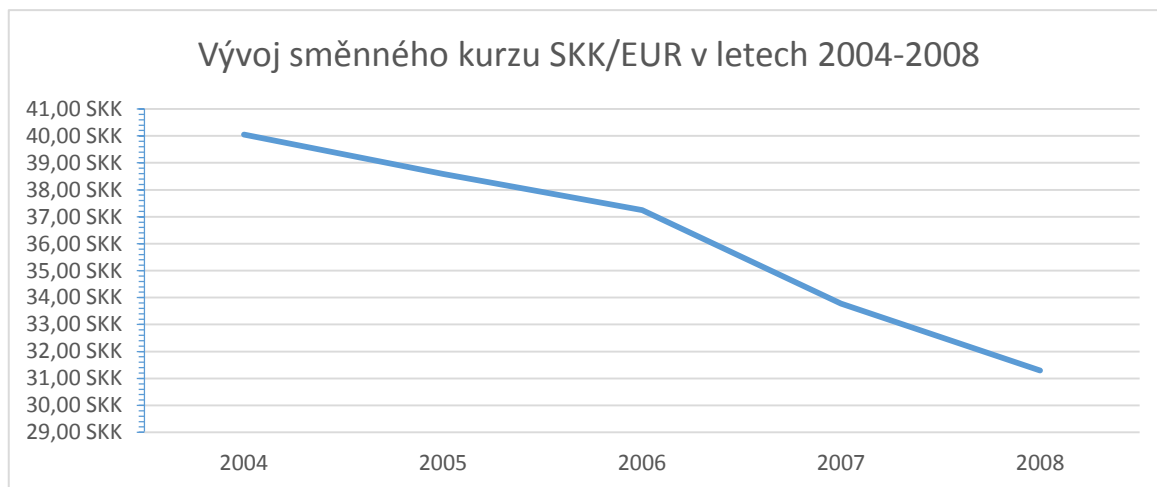
Rok 2008 byl pro NBS posledním rokem, kdy působila samostatně ve výkonu měnové politiky. Cílem bylo, stejně jako v předešlých letech, ve střednědobém časovém horizontu cílování inflace v pásmu určeném v podmínkách ERM II. Hlavním nástrojem k naplňování toho cíle byly klíčové úrokové sazby. Vzhledem k očekávání přijetí eura NBS následovala opatření Evropské centrální banky a od října celkem třikrát snížila základní úrokovou sazbu na 2,5 %. Začátkem roku 2008 se kurz slovenské koruny nacházel na úrovni 33,600 SKK/EUR. Dobré ekonomické výsledky začaly ovlivňovat směnný kurz slovenské koruny a ta více sílila až k hodnotě 32,500 SKK/EUR na konci dubna. Kurz posiloval i nadále, až se v květnu přiblížil k dolní hranici pásma ERM II na historické maximum 30,080 SKK/EUR. V těchto hodnotách se kurz pohyboval až do půlky října, kdy směnný kurz koruny oslabil na 30,800 SKK/EUR.

Tab. 7: Vývoj úrokových sazeb NBS (údaje ke konci roku) v letech 2004-2008

Období	Hlavní úroková sazba (%)	Sazba pro jednodenní sterilizační operace (%)	Sazba pro jednodenní refinanční operace (%)
2004	4,50	2,50	5,50
2005	4,00	2,00	4,00
2006	4,50	3,25	6,25
2007	4,50	5,25	5,75
2008	2,50	1,50	3,50

Zdroj: data NBS, vlastní zpracování

Obr. 11: Vývoj směnného kurzu SKK/EUR v letech 2004-2008



Zdroj: data Slovstav, vlastní zpracování

4.1.5 Situace v SR v letech 2009-2014 (ECB)

Makroekonomický vývoj

Rok 2009 byl pro Slovensko ve znamení velké změny vzhledem ke vstupu Slovenska do eurozóny a s tím spojeným přechodem na novou měnu euro. Dalším faktorem ovlivňujícím slovenskou ekonomiku byly negativní dopady doznívající celosvětové finanční a hospodářské krize. Nepříznivý ekonomický vývoj ve světě působil negativně na slovenskou ekonomiku už od konce roku 2008. V důsledku krize poklesla reálná ekonomika o 4,7 %, za což v největší míře mohl výrazný pokles zahraničního obchodu. V průběhu roku se pokles reálné ekonomiky postupně zmírňoval. Výrazný pokles dovozu, který byl vyšší než pokles vývozu, způsobil, že saldo obchodní bilance skončilo kladné. Pokles ekonomické aktivity se projevil v nárůstu nezaměstnanosti a v poklesu zaměstnanosti, a to především v průmyslu, a také se zpomalil meziroční růst nominálních i reálných mezd.

V roce 2010 na Slovensku stále doznávaly dopady globální finanční a hospodářské krize, ale docházelo k postupné stabilizaci a obnově globální ekonomické aktivity. Slovenská ekonomika vzrostla o 4,5 % v běžných cenách a o 4 % v cenách stálých.

V průměru se v roce 2010 vytvořil HDP v objemu 65,9 miliard eur. Oživení se projevilo obnovením hospodářského růstu, který byl podpořen především zahraniční poptávkou. Objem vývozu výrobků a služeb meziročně vzrostl o 16,4 %. Docházelo k postupné stabilizaci na trhu práce. I když počet nezaměstnaných stále rostl, tempo tohoto růstu se zmírňovalo. Míra nezaměstnanosti byla v průměru tedy 14,4 %.

V roce 2011 pokračoval pozitivní trend růstu slovenské ekonomiky. V porovnání s předešlým rokem, kdy došlo k relativně velkému oživení slovenské ekonomiky, se ale meziroční trend hospodářského růstu zbrzdil. HDP se v roce 2011 meziročně zvýšil o 3,3 % ve stálých cenách. Tahounem tohoto růstu byla především zahraniční poptávka. Ruku k dílu přiložila i investiční aktivita a tvorba zásob ze strany podnikatelských subjektů. Řady nezaměstnaných neklesly ani v roce 2011. Z důvodu rostoucích cen v obchodech a kvůli snaze vlády udržet veřejné finance na uzdě a stlačit deficit veřejných financí pod 5 % HDP se zavedla tzv. konsolidační opatření vlády.

V roce 2012 se růst slovenské ekonomiky v porovnání s předešlým rokem zpomalil. Hrubý domácí produkt se meziročně zvýšil o 2,0 %, což představovalo zpomalení o 1,2 % v porovnání s předcházejícím rokem. Pravděpodobně by nedošlo ani k tomuto minimálnímu nárůstu, nebylo by spuštění nových výrobních linek automobilek na území Slovenska. Růst ekonomiky byl tažen zahraničí poptávkou, a to především po automobilech. V roce 2012 se začal vytrácet trend pokrizového zotavování trhu práce a začala se zvyšovat nezaměstnanost. Celkový počet nezaměstnaných narostl na 425 000 lidí.

V průběhu roku 2013 došlo k dalšímu zpomalování dynamiky ekonomického růstu. HDP se meziročně zvýšil o 0,9 % ve stálých cenách, což představovalo zpomalení o 0,9 % oproti roku předešlému. I přes tuto skutečnost patřila slovenská ekonomika k nejrychleji rostoucím v rámci eurozóny. Nominální objem vyprodukovaného HDP představoval 72 134 mil. eur. Hlavním zdrojem růstu byla zahraniční poptávka. Hodnota domácí poptávky naopak vývoj HDP spíše tlumila. Nízká dynamika národního hospodářství ovlivnila vývoj na trhu práce. Zaměstnanost klesla o 0,8 %, což se úměrně projevilo v nárůstu nezaměstnanosti.

V roce 2014 se dynamika růstu slovenské ekonomiky zrychlila – hrubý domácí produkt ve stálých cenách vzrostl o 2,4 %. Hlavním zdrojem růstu byla z většiny domácí poptávka. Naopak zahraniční poptávka zaznamenala pokles. Zrychlení růstu ekonomiky přineslo pozitivní dopady na trh práce. Meziročně vzrostl počet zaměstnaných osob a klesla míra nezaměstnanosti.

Tab. 8: Hlavní makroekonomické ukazatele SR 2009-2014

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý domácí produkt (mld. EUR, b.c.)	63,8	67,4	70,4	72,4	73,8	75,6
Hrubý domácí produkt (růst v %, r/r, reálně)	-5,5	5,1	2,8	1,5	1,4	2,5
Průměrná míra inflace (%) CPI	1,6	1,0	3,9	3,6	1,4	-0,1
Průměrná míra inflace (%) HICP	0,9	0,7	4,1	3,7	1,5	-0,1
Zaměstnanost (růst v %)	-2	-1,5	1,8	0,1	-0,8	1,4
Míra nezaměstnanosti (průměr v %)	12,1	14,4	13,7	14	14,2	13,2
Směnný kurz USD/EUR	1,4406	1,3362	1,2939	1,3194	1,3791	1,2141

Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

Vývoj inflace

Za rok 2009 v průměru dosáhla inflace hodnoty 0,9 % při poklesu cen zboží o 0,8 % a růstu cen služeb o 4,4 %. Pro cenový vývoj v tomto roce byly zásadní vnější faktory. Domácí cenová hladina byla ovlivněna celosvětovým poklesem ekonomické aktivity, což bylo znát významně na světových cenách energetických (především ropy) a zemědělských komodit. Cenový vývoj těchto komodit se odrazil na vývoji inflace na Slovensku prostřednictvím nízkého růstu cen energií, ve výrazném poklesu cen pohonných hmot i ve snižování cen potravin. V souvislosti s nejistotou z budoucího ekonomického vývoje, klesla domácí poptávka spotřebitelů, což mělo za následek pokles cen průmyslového zboží jak ze zahraničí, tak i z tuzemska.

Průměrně za rok 2010 inflace na Slovensku zpomalila svoji dynamiku z 0,9 % na 0,7 % při růstu cen zboží o 0,1 % a růstu cen služeb 1,9 %. Mohl za to především pokles regulovaných cen energií hned ze začátku roku, zpomalení růstu cen služeb a mírné

zpomalení růstu cen průmyslových výrobků a zboží, a to i napříč výraznému nárůstu cen potravin. Při cenovém vývoji měly svůj vliv jak vnější, tak i domácí faktory. Domácí cenová hladina byla na jedné straně pod vlivem světového růstu cen ropy a zemědělských komodit, a na straně druhé stagnující domácí poptávkou, která je následkem spotřebitelských obav z budoucího vývoje.

V roce 2011 byla inflace měřená harmonizovaným indexem spotřebitelských cen v průměru na hodnotě 4,1 % při růstu cen zboží 4,3 % a růstu cen služeb 3,5 %. Výrazný vliv na nárůst inflace měly administrativní úpravy, jako zvýšení sazby DPH z 19 % na 20 %, spotřební daně na cigarety a zavedení různých poplatků. V lednu 2011 opět rostly regulované ceny energií a v prvním pololetí byly i výrazným inflačním faktorem ceny potravin.

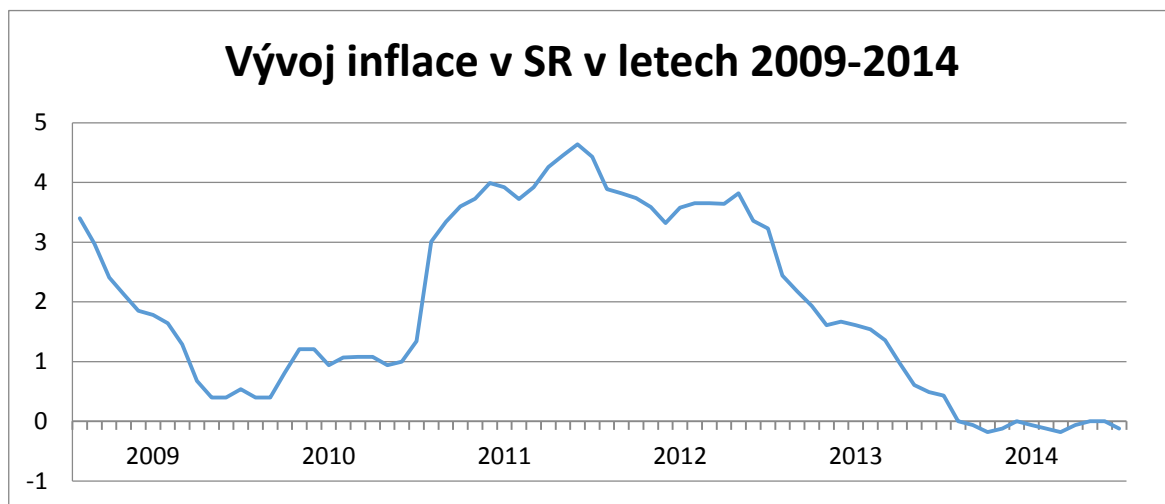
V roce 2012 v průměru zpomalil vývoj inflace ze 4,1 % na 3,7 % při růstu cen zboží 3,7 % a růstu cen služeb 3,9 %. Meziroční zpomalení růstu cenové hladiny bylo především zásluhou vnějších faktorů. Menší vliv pak měla konsolidační opatření, jako růst spotřební daně u cigaret. Mírné zrychlení tempa růstu cen služeb bylo zapříčiněno zvýšením cen železniční dopravy v závěru roku. Ceny potravin táhly směrem vzhůru vyšší ceny zemědělských komodit na světových trzích, které byly v důsledku suchého léta a slabší úrody.

Za rok 2013 průměrně inflace výrazně zpomalila na pouhých 1,5 %. Hlavním důvodem bylo snížení růstu regulovaných cen oproti předchozímu roku a zpomalení meziročního růstu cen potravin v druhé polovině roku. V průběhu roku v souvislosti s poklesem cen ropy začal klesat i trend růstu cen pohonných hmot. V důsledku dobré úrody, klesaly ceny zemědělských surovin, což v návaznosti na to způsobilo ještě výraznější pokles cen potravin.

V průměru za rok 2014 poklesla inflace na -0,1 %, za což mohl vývoj prakticky všech složek inflace. Za pokles cenové hladiny mohly především externí faktory - pokles cen ropy a zemědělských komodit a administrativní zásahy. Klesaly ceny potravin v důsledku dobré úrody. Meziroční zpomalení růstu zasáhly ceny služeb, průmyslových výrobků a energií. Průměrný meziroční pokles cen služeb způsobily hlavně administrativní

zásahy – zrušení bankovního poplatku za vedení hypotečního účtu či změna cen železniční dopravy.

Obr. 12: Vývoj inflace v SR v letech 2009-2014 (použita metodika CPI)



Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

Měnová politika

Vzhledem ke skutečnosti, že se NBS stala od 1. ledna 2009 členem eurozóny, podléhají od tohoto data rozhodnutí v oblasti měnové politiky Evropské centrální bance. Základní úrokovou sazbou NBS se stala sazba pro hlavní refinanční operace ECB. V průběhu roku 2009 ECB celkem 4x snížila sazbu pro hlavní refinanční operace. Od května 2009 byla tedy výše této sazby 1,0 %, což byla historicky nejnižší úroveň. Přijetím jednotné evropské měny na Slovensku zanikla slovenská koruna a domácí měnou se tedy stalo euro, které je v režimu volně plavajícího kurzu. Nejnižší úroveň směnného kurzu byla v rámci roku 2009 v březnu 1,25 USD/EUR. Do konce roku si vůči dolaru euro polepšilo téměř o 21 %, a tak jeho maximální hodnota byla 1,51 USD/EUR. Významná změna po vstupu do eurozóny proběhla v oblasti operací na volném trhu. Dosud bankovní sektor na Slovensku disponoval přebytečnou likviditou a s ohledem na tuto skutečnost se měnové nástroje NBS orientovaly na odčerpávání přebytečné likvidity z finančního trhu. Měnové nástroje Eurosystemu jsou naopak orientovány na dodávání likvidity. Jako hlavní nástroj

v tomto případě je využíván pravidelný refinanční tendr na týdenní bázi (NBS byla délka splatnosti 14 dní). ECB v roce 2009 nerealizovala žádnou intervenci.

Měnová politika ECB byla ještě v roce 2010 poznamenána negativními dopady recese. ECB v průběhu roku nepřistoupila k úpravě klíčových úrokových sazeb, takže až do konce roku zůstala sazba pro hlavní refinanční operace na úrovni 1,0 %, sazba pro jednodenní refinanční operace 1,75 % a sazba pro jednodenní sterilizační operace 0,25 %. Ani v roce 2010 ECB nerealizovala devizové intervence.

V roce 2011 byl pro celý Eurosystem náročný. V prvním pololetí se z důvodu zvyšujících cen komodit zvyšovaly inflační tlaky. Rada guvernérů ECB zvýšila v dubnu a červenci základní úrokové sazby celkem o 50 bazických bodů. V druhém pololetí se zvýšilo napětí na finančních trzích, což způsobilo výrazný útlum ekonomické aktivity v eurozóně. Aby tedy Rada guvernérů udržela cenovou stabilitu, snížila v listopadu a v prosinci základní úrokové sazby ECB o dalším 50 bazických bodů. V závěru roku 2011 tedy byla úroková sazba pro hlavní refinanční operace 1,00 %, sazba pro vkladovou facilitu 0,25 % a sazba pro mezní zápůjční facilitu 1,75 %. Z důvodu výrazného zhoršení situace hned v několika segmentech finančních trhů v eurozóně přišla ECB v druhém pololetí 2011 s řadou mimořádných měnově-politických opatření. Značné napětí bylo patrné na i trzích státních dluhopisů, které negativně ovlivnilo i peněžní trh v eurozóně.

Rok 2012 byl pro měnovou politiku a ECB opět relativně náročný. Mohla za to přetrvávající krize státních dluhopisů v několika zemích eurozóny a veřejností vnímaný fakt, že vlády zemí se dostatečně nezajímají o příčiny této krize. Míra napětí na finančních trzích se průběhu roku proměňovala. Ke zmírnění negativního dopadu napětí na finančních trzích, jak na hospodářský, tak na měnový vývoj, snížila Rada guvernérů ECB základní úrokové sazby o 0,25 % na 0,75 % pro hlavní refinanční operace, 0,00 % pro mezní vkladovou facilitu a 1,50 % pro zápůjční facilitu. Tato úroveň se udržela až do konce roku 2012.

ECB v průběhu celého roku 2013 vysílala signály o tom, že je nespokojená s vývojem ekonomiky. S ohledem na slabší výhled inflace zasahující až střednědobý horizont snížila Rada guvernérů ECB hned dvakrát základní úrokové sazby, aby udržela cenovou stabilitu a podpořila postupné ožívování ekonomiky. Sazba pro hlavní refinanční

operace tak na konci roku byla na úrovni 0,25 %, což bylo historické minimum. ECB si pohrávala i s myšlenkou záporné depozitní sazby. Směnný kurz eura pozitivně ovlivnila dohoda o bankovní unii v eurozóně. V druhém pololetí 2013 začal směnný kurz reagovat na výrazný odliv kapitálu z některých rozvíjejících se ekonomik.

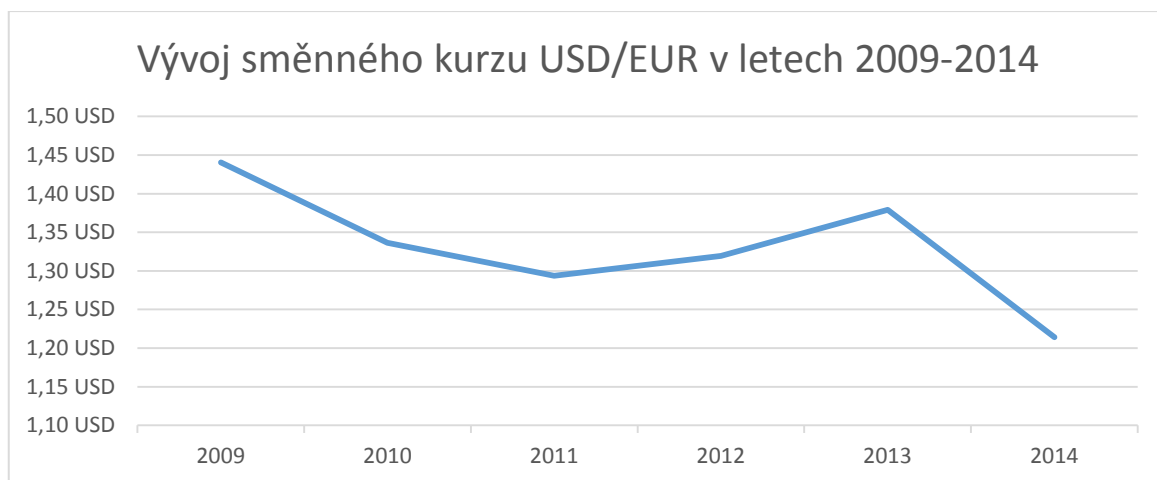
V roce 2014 byla měnová politika Evropské centrální banky v souvislosti s klesajícími cenami a s horšími výsledky ekonomického růstu ve znamení dalšího uvolňování. ECB v průběhu roku 2014 dvakrát snížila základní úrokové sazby. První snížení se týkalo úrokové sazby pro hlavní refinanční operace – na 0,15 %, úrokové sazby pro jednodenní refinanční operace na 0,40 % a sazby pro jednodenní sterilizační operace na -0,10 % (poprvé za dobu existence ECB bylo úročení vkladů bank v ECB se zápornou úrokovou sazbou). Druhé snížení znamenalo změnu sazby pro hlavní refinanční operace na 0,05 %, sazby pro jednodenní refinanční operace na 0,30 % a sazby pro jednodenní sterilizační operace na -0,20 %.

Tab. 9: Vývoj úrokových sazeb ECB v letech 2009-2014

Období	Sazba pro jednodenní sterilizační operace (%)	Sazba pro hlavní refinanční operace (%)	Sazba pro jednodenní refinanční operace (%)
2009	0,25	1,00	1,75
2010	0,25	1,00	1,75
2011	0,25	1,00	1,75
2012	0,00	0,75	1,50
2013	0,00	0,25	0,75
2014	-0,20	0,05	0,30

zdroj: data ECB, vlastní zpracování

Obr. 13: Vývoj směnného kurzu USD/EUR v letech 2009-2014



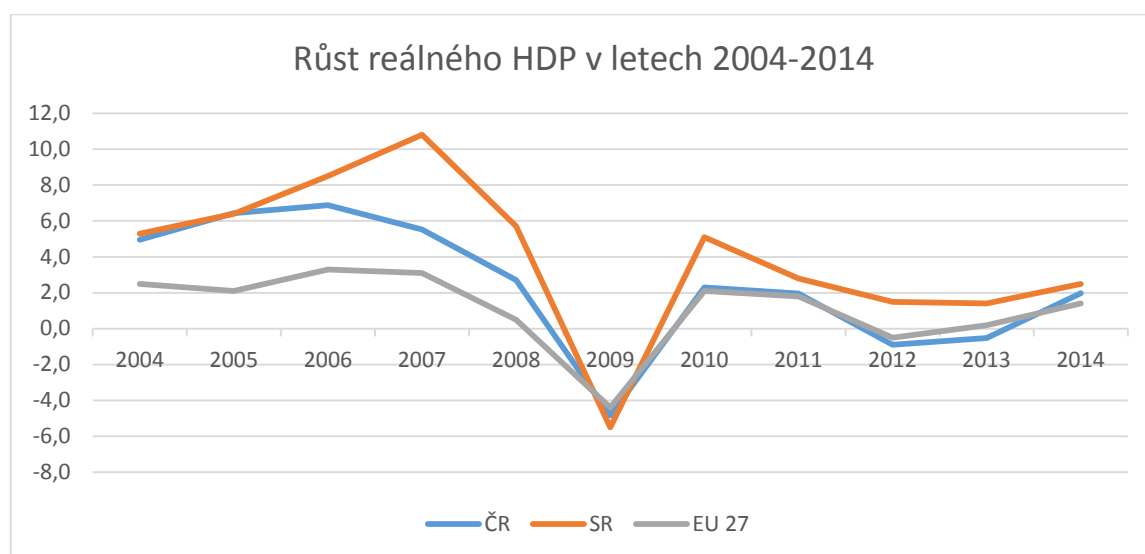
Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

5 Výsledky a diskuze

Česká republika a Slovensko – dvě země, které zažily léta společného vývoje. Jejich cesta se rozdělila v roce 1993. Za 22 let samostatné existence si obě země prošly dynamickým vývojem. Slovensko mělo po rozdělení výrazně horší startovní pozici než Česká republika. Slovensko muselo budovat vše od začátku – svou centrální banku, vlastní měnu a jiné.

Na základě komparace výsledků makroekonomické analýzy v České republice a na Slovensku v letech 2004-2014 bylo zjištěno, že z hlediska růstu HDP je Slovensko dlouhodobě jednoznačně před Českou republikou i před evropským průměrem. Výjimkou byl rok 2005, kdy HDP v ČR rostlo o 0,1 % rychleji než na Slovensku, a rok 2009, kdy se česká ekonomika propadla o něco méně než ta slovenská. Globální finanční a hospodářská krize zasáhla obecně Slovensko hlouběji. Nepříznivější průběh krizového roku 2009 byl do jisté míry ovlivněn vstupem Slovenska do eurozóny a přijetím eura ve stejném roce. V průběhu sledovaného období 2004-2014 rostla česká ekonomika průměrným tempem 2,5 %, kdežto ta slovenská tempem 4 %. Kde Česká republika nad Slovenskem dominuje, je míra nezaměstnanosti. Ta byla v průběhu sledovaného období v letech 2004-2014 v ČR na úrovni 6,7 %, kdežto na Slovensku 13,7 %.

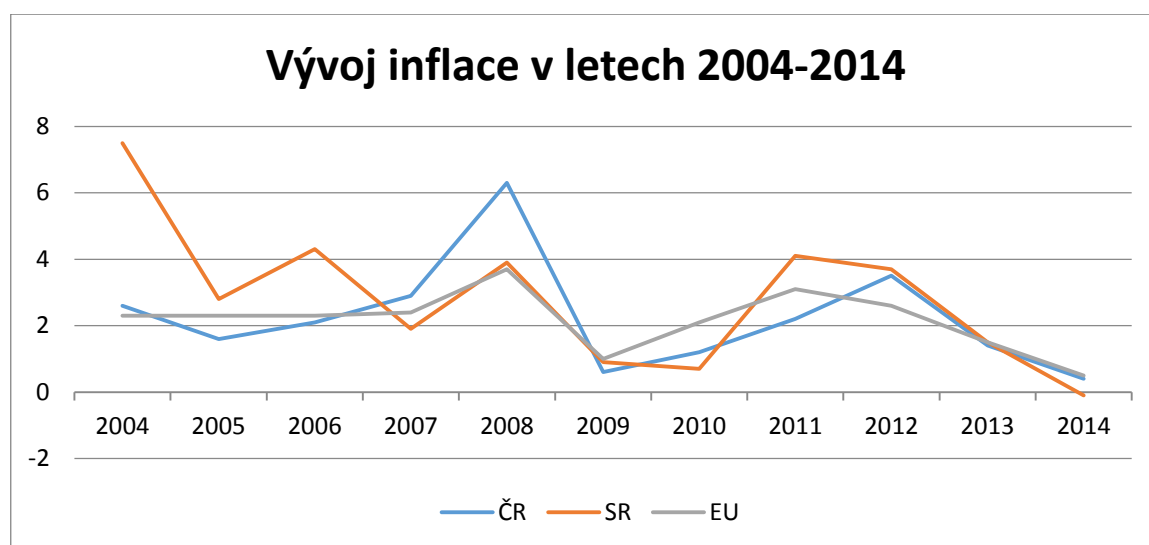
Obr. 14: Hrubý domácí produkt (růst v %, r/r, reálně) v letech 2004-2014



Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

Na základě komparace výsledků analýzy inflace v České republice a na Slovensku v letech 2004-2014 bylo zjištěno, že inflace měla v obou zemích výrazně odlišný vývoj. Rok 2004 pro obě komparované země byl spojený s velkými změnami, které přišli se vstupem do Evropské unie. Slovensko se v roce 2004 potácelo v problémech spojených s poměrně vysokou mírou inflace, která činila téměř 8 %. V ČR naopak byla inflace na úrovni 3 %, což by se dalo považovat za relativně stabilní výsledek. V důsledku globální finanční a hospodářské krize v roce 2008 zasáhl nárůst inflace obě země, ale českou republiku výrazněji. V průběhu sledovaného období 2004-2014 byla průměrná míra inflace v České republice 2,4 % a na Slovensku 3 %. Rok 2014 přinesl obou zemím novou výzvu – hrozbu blížící se deflace. ČNB aby tento vývoj zvrátila, přistoupila k měnové politice užívání devizových intervencí, kterou nepoužila od roku 2002. Slovensko, jehož měnová politika je od roku 2009 řízena Evropskou centrální bankou, spadlo v roce 2004 do deflace -0,1 %. ECB nasadila politiku kvantitativního uvolňování a zahájila tak výkup státních dluhopisů.

Obr. 15: Vývoj inflace v letech 2004-2014 (použita metodika HICP)

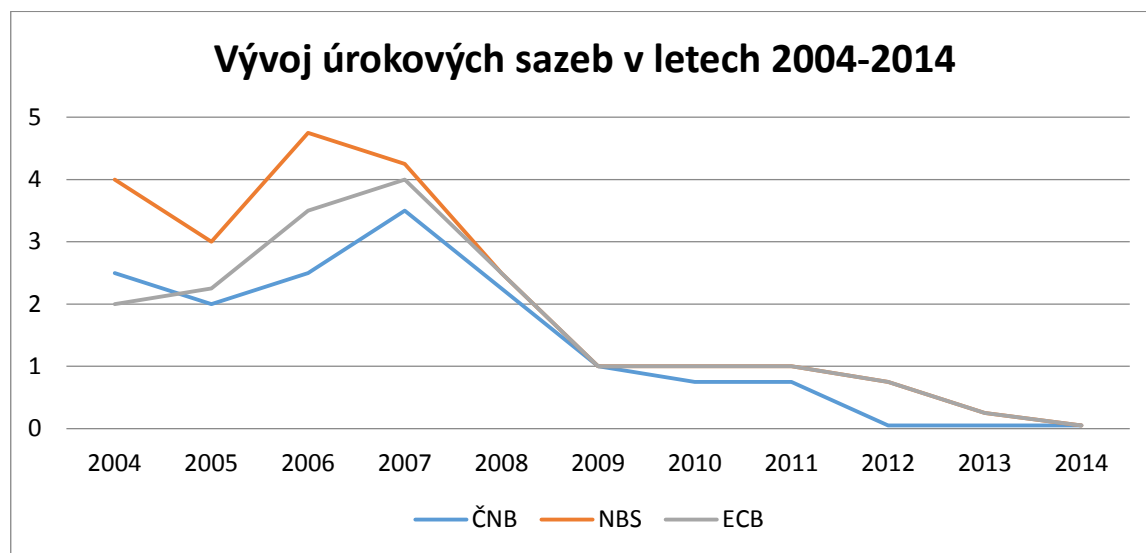


Zdroj: data Eurostat, vlastní zpracování

Při komparaci výsledků analýzy měnové politiky České republiky a Slovenska v letech 2004-2014 byly zjištěny určité rozdíly v aplikaci měnové politiky centrálními bankami. Jak Česká národní banka, tak Národná banka Slovenska se nacházely na začátku sledovaného období v režimu cílování inflace, kdy se centrální banky snaží udržovat

inflaci poblíž předem stanoveného inflačního cíle, aby udržovaly cenovou stabilitu v zemi. Jak ČNB, tak ECB mají podobnou strategii měnové politiky, co se týká stanovené hodnoty inflačního cíle. Rozdíl je akorát v tom, že ČNB stanovuje inflační cíl jako meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen, kdežto NBS a ECB pracuje s harmonizovaným indexem spotřebitelských cen. Slovensko se již od začátku roku 2005 začalo připravovat na vstup do eurozóny a s tím spojené přijetí eura za domácí měnu, čemuž přizpůsobila i měnovou politiku. Od roku 2007 přistoupila NBS k uvolňování měnové politiky a začala snižovat úrokové sazby, zatímco ČNB sazby zvyšovala. Podmínky pro vstup do eurozóny Slovensko splnilo, a tak od 1. ledna 2009 zanikla slovenská koruna a na její místo nastoupilo euro. Zároveň o měnové politice Slovenska přestala rozhodovat Národní banka Slovenska a o těžce převzala Evropská centrální banka. Rozdílnou politiku lze pozorovat v oblasti devizových intervencí, kdy ČNB neintervenovala ve sledovaném období až do roku 2013, kdežto NBS intervenovala vícekrát, aby korigovala nadměrnou volatilitu směnného kurzu slovenské koruny.

Obr. 16: Vývoj základních úrokových sazeb v letech 2004-2014 (v %, údaje ke konci roku)



Pozn. ČNB – 2T repo sazba, NBS – základní úroková sazba NBS, ECB – sazba pro hlavní refinanční operace

Zdroj: data ČNB, NBS, vlastní zpracování

6 Závěr

Monetární politika patří mezi nejdůležitější činnosti centrálních bank v tržních ekonomikách. Je souborem opatření a zásad, které prostřednictvím měnově-politických nástrojů pomáhají prosazovat plnění měnových cílů. Obecně se za stěžejní cíl monetární politiky může považovat měnová stabilita, které je dosahováno v okamžiku, kdy skutečné množství peněz v oběhu se rovná ekonomicky potřebnému množství peněz. Dalšími cíli měnové politiky centrální banky mohou být například podpora růstu HDP, udržení sociálně ušnosné míry nezaměstnanosti či stabilita úrokových sazeb v bankovním systému.

Tato práce měla za cíl komparovat využívání měnové politiky a jejích dopadů na ekonomiku České republiky prostřednictvím působení České národní banky a Slovenské republiky prostřednictvím působení Národní banky Slovenska, potažmo, po vstupu do eurozóny, Evropské centrální banky. Dílčím cílem pak byla komparace a zhodnocení využívání jednoho z nástrojů měnové politiky centrálních bank - devizových intervencí v obou zemích.

První část práce byla věnována literární rešerši potřebné k pochopení nezbytných souvislostí k dané problematice měnové politiky a centrálního bankovníctví. Rešerše objasňuje témata centrálního bankovníctví, cílů měnové politiky a jejích jednotlivých nástrojů, problematiku inflace a nakonec představuje jednotlivé instituce centrálního bankovníctví relevantní k zaměření této diplomové práce – Českou národní banku, Národní banku Slovenska a Evropskou centrální banku. Druhá analytická část práce již byla věnována konkrétní analýze a následné komparaci jejích výsledků měnové politiky České republiky (representované Českou národní bankou) a Slovenska (representované Národní bankou Slovenska, později Evropskou centrální bankou) zasazených do makroekonomických souvislostí v letech 2004-2014.

Co se týče problematiky devizových intervencí, přístupy České národní banky a Národní banky Slovenska, potažmo Evropské centrální banky, jsou zcela odlišné. Na rozdíl od České národní banky, na Slovensku bylo za doby působení Národní banky Slovenska uplatňování devizových intervencí běžné a poměrně časté. Národní banka Slovenska dle jejího prohlášení využívala devizových intervencí kdykoliv, kdy došlo k neopodstatněnému kurzového pohybu slovenské koruny. Česká národní banka

k intervencím přistoupila, až jako k nástroji “poslední záchrany“ když narazila na nulové úrokové sazby, v listopadu 2013 po více než deseti letech.

Hodnotit zda přistoupení České národní banky k měnové politice devizových intervencí bylo pro českou ekonomiku pozitivní nebo negativní, je v současné době velmi obtížné. Takto velké zásahy do ekonomiky země mají dopad v dlouhodobém horizontu a vzhledem k tomu, že česká ekonomika byla před začátkem intervencí v silném útlumu, vzpamatovává se jen velmi pomalu. Nicméně Česká národní banka si stále za svým rozhodnutím stojí a je rozhodnutá intervenovat dále, dokud bude třeba.

7 Seznam použitých zdrojů

Tištěné zdroje:

- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.
- KOLEKTIV AUTORŮ. *Bankovníctví v České republice. 4.akt. vyd. Praha: Bankovní institut vysoká škola, a.s., 2000. ISBN 80-7265-035-1.*
- LANDOROVÁ, Anděla. *Centrální bankovníctví*. 2. přepr. vyd. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2007. ISBN 978-80-7372-190-9.
- PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. Praha: Eupress, 2004. ISBN 80-86754-29-4.
- REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3. akt. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 80-7261-051-1.
- SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*. Praha: Profess Consulting, 2007. ISBN 978-80-7259-050-6.
- SCHILLER, Bradley R. *Makroekonomie dnes*. Brno: Computer Press, 2004. ISBN 80-251-0169-X.
- SLEZÁK, Martin a Václav ZEMAN. *Centrální bankovníctví a monetární politika*. 1. vyd. Brno: AKADEMICKÉ NAKLADATELSTVÍ CERM, 2010. ISBN 978-80-214-4043-2.

Elektronické zdroje:

- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Česká národní banka* [online]. ©2013-2015 [cit. 2015-11-05]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/>.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2004* [online]. 2005. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2004.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2005* [online]. 2006. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2005.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2006* [online]. 2007. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2006.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2007* [online]. 2008. ISBN 978-80-87225-00-4. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/

- hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2007.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2008* [online]. 2009. ISBN 978-80-87225-13-4. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2009* [online]. 2010. ISBN 978-80-87225-19-6. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2009.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2010* [online]. 2011. ISBN 978-80-87225-29-5. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2010.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2011* [online]. 2012. ISBN 978-80-87225-35-6. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2011.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2012* [online]. 2013. ISBN 978-80-87225-42-4. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2012.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2013* [online]. 2014. ISBN 978-80-87225-50-9. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2013.pdf/.
- ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Výroční zpráva 2014* [online]. 2015. ISBN 978-80-87225-56-1. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2014.pdf/.
- ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Inflace – druhy, definice, tabulky*. Český statistický úřad. [online]. 2016 [cit. 2016-01-03]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace/.
- MINISTERSTVO FINANCÍ. Euro. *Zavedení Eura*. [online]. © 2013 [cit. 2015-12-23]. Dostupné z: <http://www.zavedenieura.cz/>.
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Národná banka Slovenska*. [online]. ©2015 [cit. 2015-11-05]. Dostupné z: <http://www.nbs.sk/>.
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2004* [online]. 2005. ISBN 80-8043-095-0. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS04.pdf/.

- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2005* [online]. 2006. ISBN 80-8043-105-1. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS05.pdf/.
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2006* [online]. 2007. ISBN 978-80-8043-113-6. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS06.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2007* [online]. 2008. ISBN 978-80-8043-125-9. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS07.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2008* [online]. 2009. ISBN 978-80-8043-133-4. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS08.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2009* [online]. 2010. ISBN 978-80-8043-154-9. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS09.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2010* [online]. 2011. ISBN 978-80-8043-166-2. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS10.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2011* [online]. 2012. ISBN 978-80-8043-180-8. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS11.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2012* [online]. 2013. ISBN 978-80-8043-189-1. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS12.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2013* [online]. 2014. ISBN 978-80-8043-196-9. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS13.pdf
- NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. *Výročná správa 2014* [online]. 2015. ISBN 978-80-8043-203-4. Dostupné z: http://www.nbs.sk/_img/Documents/_Publikacie/VyrocnaSprava/VSNBS14.pdf