

Univerzita Hradec Králové
Fakulta informatiky a managementu
Katedra ekonomie

Monetární politika centrální banky

Diplomová práce

Autor: Martin Šumpich
Studijní obor: Informační management

Vedoucí práce: Ing. Jaroslava Dittrichová, Ph.D.
Odborný konzultant: Ing. Tomáš Brandejs

Hradec Králové

duben 2016

Prohlášení:

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci zpracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

V Hradci Králové dne 25.4.2016

vlastnoruční podpis

Martin Šumpich

Poděkování:

Děkuji vedoucímu diplomové práce Ing. Jaroslavě Dittrichové, Ph.D. za metodické vedení práce a společnosti PETROF, s.r.o., která mi prostřednictvím finančního ředitele Ing. Tomáše Brandejse poskytla cenná data k dalšímu zpracování.

Anotace

Diplomová práce je zaměřena na historický vývoj monetární politiky na území České republiky v jednotlivých etapách. Hodnocení vývoje je doplněno o politické události, emisní činnost a další ekonomické souvislosti. Pro přehlednost jsou tyto okamžiky doplněny o obrázky, tabulky a grafy. Praktická část je zaměřena na analýzu dopadů devizového kurzu na vybranou firmu a je vytvořeno několik modelových příkladů dopadů měnové politiky na firmu, PETROF, s.r.o. Je analyzováno zajištění kurzu pomocí forwardů, jednoho z finančních derivátů a vyhodnocení jeho přínosů či ztrát plynoucích z jejich uzavření tuto exportní společnost, s aplikací kurzového závazku ČNB platného ze dne 7. listopadu 2013 platného nejméně do roku 2017. V praktické části práce jsou používána reálná data z let 2010 až 2015.

Annotation

Title: Central bank monetary policy

The thesis is focused on the historical development of monetary policy in the Czech Republic in various stages. Guest development is complemented by political events, issuance activity and other economic relations. For clarity, these moments are accompanied by figures, tables and graphs. The practical part is focused on analyzing the impact of foreign exchange rate of the selected company. It is created a few examples of the model on the impact of monetary policy on the company, PETROF, Ltd. It is analyzed hedging the exchange rate by forwards, one of financial derivatives. There are evaluated gains or losses resulting from the closure of forwards. It is contrasted with the application of the exchange rate commitment National Bank ruling dated November 7, 2013 in force until at least 2017. In the practical part are used real data from the years 2010 to 2015.

Obsah

1	Úvod.....	1
1.1	Cíl práce a metodika.....	2
2	Vývoj monetární politiky v ČR.....	3
2.1	Počátky vzniku bankovníctví na území ČR.....	3
2.2	Vznik a stabilizace samostatné československé koruny.....	4
2.3	Národní banka Československá a období zlaté měny.....	7
2.4	Měnová politika v období okupace.....	11
2.5	Poválečná měnová politika.....	13
2.6	Měnová politika Státní banky československé.....	15
2.6.1	Měnová reforma 1953.....	16
2.7	Měnová politika v područí direktivního plánování.....	19
2.8	Měnová politika po revoluci 1989.....	21
2.8.1	Měnová odluka a založení ČNB.....	26
2.9	Zavedení cílování inflace.....	29
2.9.1	Vstup ČR do Evropské unie.....	32
2.9.2	Měnová politika a světová finanční a hospodářská krize.....	34
3	Současná měnová politika a devizové intervence.....	35
3.1	Vybrané nástroje monetární politiky ČNB.....	36
3.1.1	Operace na volném trhu.....	37
3.1.2	Automatické facility.....	38
3.1.3	Povinné minimální rezervy.....	39
3.1.4	Devizové intervence.....	39
4	Devizový kurz a jeho dopady na firmu.....	41
4.1	Metodika zkoumání.....	42
4.2	Představení společnosti.....	42

4.3	Případové studie.....	44
4.3.1	Zajištění pomocí měnových forwardů.....	45
4.3.2	Zajištění kurzu měnovými intervencemi ČNB.....	54
4.3.3	Shrnutí výsledků.....	59
5	Závěr.....	64
6	Seznam použité literatury.....	67
7	Internetové zdroje	69
8	Další zdroje	69

1 Úvod

Diplomová práce je zaměřena na historický vývoj monetární politiky na území České republiky v jednotlivých etapách a následně jsou analyzovány dopady devizového kurzu na vybranou firmu.

První část práce bude analyzovat vývoj monetární politiky na našem území od počátku vzniku bankovníctví na území ČR a následný vznik a stabilizaci samostatné československé koruny po konci první světové války. Vývoj monetární politiky je v historii úzce provázán a ovlivněn také politickým vývojem. Přes deflační politiku Aloise Rašína a následnou světovou hospodářskou krizi se dostaneme ke vzniku Národní banky československé a hospodářskému růstu, který byl přerušen až německou okupací a druhou světovou válkou.

Po druhé světové válce se zaměříme na socializaci peněžnictví, které vyústilo v roce 1953, kdy proběhla důsledná měnová reforma. Poté budou řešeny dopady této reformy a následný vývoj až do roku 1989, kdy na našem území padl socialistický režim. Po pádu socialismu v tehdejší Československu bylo na programu rozdělení státu na Českou republiku a Slovenskou republiku a s tím spojenou měnovou odlokou, která proběhla v roce 1993.

Rozpadem federace vznikla samostatná česká koruna a Česká národní banka, která plní funkci centrální banky. Dále bude detailněji rozebrána krize okolo roku 1997, kdy import převyšoval export a Česká národní banka zavedla cílování inflace. Krátce bude přiblížena měnová politika v období světové hospodářské krize v roce 2008 a poté se již dostáváme k aktuální měnové politice ČNB, kdy měnově politické nástroje jsou na technické nule a Česká národní banka se rozhodla používat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky.

Druhá část práce pojednává o devizovém kurzu a jeho dopadech na královehradeckou firmu PETROF, s.r.o. Nejdříve budou aplikovány forwardy na konkrétní obchodní případy firmy PETROF v letech 2011 a 2012. Analýza modelových příkladů ukáže na jejich výhody či nevýhody. Dále budou analyzovány dopady devizových intervencí na vybraný obchodní případ a jejich dopad na finanční výsledek těchto transakcí.

1.1 Cíl práce a metodika

Cílem diplomové práce je analýza vývoje a využití nástrojů měnové politiky ČNB a dopady na vybranou exportní firmu s modelovými příklady, ve kterých bylo pracováno se získanými daty. Pro obor Informační management je práce přínosná zpracováním poskytnutých dat s následným vyhodnocením a vyvozením závěrů. Dle definice Matthewa Hinton z roku 2006 lze říci, že „Informační management je vědomý proces, při němž jsou shromažďována data, která jsou využívána pro podporu rozhodování a řídicích procesů na všech úrovních řízení podniku.“

První část práce představující vývoj monetární politiky byla volně zpracovávána podle webu České národní banky s doplněním z uvedené literatury, zejména pak z knih Dějiny měnových teorií na českém území od F. Vencovského, K. Půlpána a kol. a Dějiny bankovníctví v českých zemích od F. Vencovského.

Hlavním cílem práce je analýza dopadů uvolněné měnové politiky ČNB a využití finančních derivátů k zajištění kurzového rizika exportní společnosti PETROF, s.r.o. S vytvořením modelových studií byly využity forwardy převzaté od společnosti EXCON Steel, a.s. z diplomové práce od Petra Šimka (2013).

Modelové studie vychází z účetních a obchodních podkladů firmy PETROF. Analyzovány budou 2 dlouhodobé kontrakty s ruským respektive čínským odběratelem, na které budou aplikovány převzaté forwardové kurzy. Obchodní případy budou podobným způsobem aplikovány na kurzový závazek České národní banky, která intervnuje od listopadu 2013. Kvalitativní výzkum je zakončen zhodnocením volatility kurzu české koruny a dopadů devizových intervencí a závěry nad zpracovanou problematikou.

2 Vývoj monetární politiky v ČR

Každá země s vyspělým tržním hospodářstvím má mnoho obchodních bank a jednu centrální banku, kdy společně tvoří bankovní systém.

2.1 Počátky vzniku bankovníctví na území ČR

Vznik platidel odpovídajících svou podobou dnešní skutečnosti, tedy mince kovového odlitku kruhovitého tvaru označené obrazem, jež znamenal nějaký symbol daného státu, se datuje na počátek 7. století před naším letopočtem v Malé Asii. Odtud se mince šířily pomocí dálkového obchodu a již 400 let před naším letopočtem za Keltů se na našem území objevila vlastní produkce mincí. Po vyhnání Keltů z našeho území Germány zde mincovnictví na 1000 let úplně zmizelo.

Prvními mincemi na našem území byly takzvané denáry, které nechal razit přemyslovský kníže Boleslav I. a tyto mince se staly později inspirací pro ražení dalších mincí. K ražbě mincí na našem území pomáhala bohatá zásoba stříbra a centrální mincovna se nacházela v Kutné Hoře. Nové mince, tzv. brakteáty, nechal na počátku 13. století razit Přemysl Otakar I. Významná reforma byla provedena za vlády Václava II., kdy byla zavedena grošová měna. Až do 19. století bylo základem měny stříbro, ale za vlády Jana Lucemburského ve 14. století byly dle italského vzoru raženy mince zlaté, zvané florény. Navázal na to Karel IV., který nechal razit zlaté dukáty. Tyto peníze byly uplatňovány zejména v mezinárodním obchodě. Peněžní systém byl rozvrácen v období husitských válek v 15. století, kdy se zvyšovala peněžní potřeba na válečné výdaje. Nápravou systému bylo znovuzavedení grošové měny v době vlády Jiřího Poděbradského. Za vlády Habsburků v 16. a 17. století se staly groše vedlejší měnou a základem se stala vídeňská hřivna, která byla po měnové reformě nahrazena v roce 1750 kolínskou markou ve snaze sjednotit měnový vývoj v Rakousku a Německu. Na našem území se v té době dostala do oběhu také drobná měděná mince zvaná grešle.

Za vlády Marie Terezie v roce 1762, v důsledku státního dluhu, Vídeňská městská banka zařadila do oběhu první papírové bankovky na našem území – bankocetle. V roce 1811 bylo vyhlášeno jejich znehodnocení. V roce 1816 vznikla Privilegovaná

Rakouská národní banka, jejímž cílem bylo zastavení inflace a přechod k měnové stabilitě. Stav státních financí se však stále zhoršoval. V roce 1878 vznikla Rakousko-Uherská banka, která měla emisní monopol pro společnou rakousko-uherskou měnu. Hlavní nástroje měnové politiky byly následující: diskontní politika, eskont obchodních směnek a kurzové intervence.

V roce 1892 po další měnové reformě byla zavedena korunová měna (Obrázek 1) jako měna zlaté devizy, která se dělila na 100 haléřů. Mince se řadily do třech kategorií: zlaté, stříbrné a bronzové. Až do roku 1914 se měnové poměry na českém území stabilizovaly. Po nástupu první světové války nastala vysoká míra inflace a celkové znehodnocení měny. (Papoušková, 2006)



Obr. 1 Eine Krone - korunová měna vydána roku 1916

Zdroj: <http://www.papirova.platidla.cz/bankovky/bankovky-ru-platne-po-vzniku-csr>

2.2 Vznik a stabilizace samostatné československé koruny

Po skončení první světové války byla ekonomická situace v nově vzniklé Československé republice kritická. Bylo nutné provést radikální kroky k oživení a stabilizaci ekonomického vývoje, nechat vzniknout novou měnu a stlačit vysokou inflaci vzniklou v důsledku financování válečných výdajů. Funkci centrální banky v této době zastával Bankovní úřad ministerstva financí pod vedením prvního československého ministra financí, Aloise Rašína. Měnová reforma pod Rašínovým vedením měla tyto tři následující fáze:

1. Vytvoření samostatné československé měny,
2. provádění deflační politiky,

3. stabilizace cen a zavedení tzv. zlaté měny.

V první fázi byla měnová odluka od rakouskouherské měny. V hotovostním peněžním oběhu spočívala měnová odluka v zadržení poloviny obíhajících platidel a okolkování bankovek vyšších hodnot po 10, 20, 50 a 100 korunách nalepovacími kolky. Korunové a dvoukorunové bankovky okolkovány nebyly. Plně byly naopak okolkovány hotovosti státních pokladen, z kterých bylo potřeba vyplácet mzdy. Tyto operace následně vedly k osamostatnění peněžního oběhu na území Československa od ostatních států rozpadlého Rakouska-Uherska.

Nová peněžní jednotka zvaná československá koruna byla zavedena v dubnu roku 1919 a funkci emisní banky vykonával již zmíněný Bankovní úřad při ministerstvu financí, který byl založen 11. března 1919. V rámci tzv. 1. emise byly tištěny státopky (Obrázek 2) v hodnotách 1, 5, 10, 20, 50, 100, 500, 1000 a 5000 korun. Do oběhu byly uváděny postupně v období mezi červencem 1919 a únorem 1920. Docházelo však k četnému padělání nízkých hodnot a následkem toho bylo rozhodnuto, že státopky v hodnotách 100 a výše budou tištěny v USA. Po roce 1920 přišla na řadu tzv. 2. emise, která se týkala státopek po hodnotách 100, 500 a 5000 tištěných v New Yorku. Nové provedení bankovek bylo technicky jednoduché, výtvarně se však jednalo o díla předních umělců, například Jaroslava Bendu, Františka Kyselu, Aloise Mudruňku či Maxe Švabinského. V roce 1921 došlo pak k dražbě prvních československých mincí.



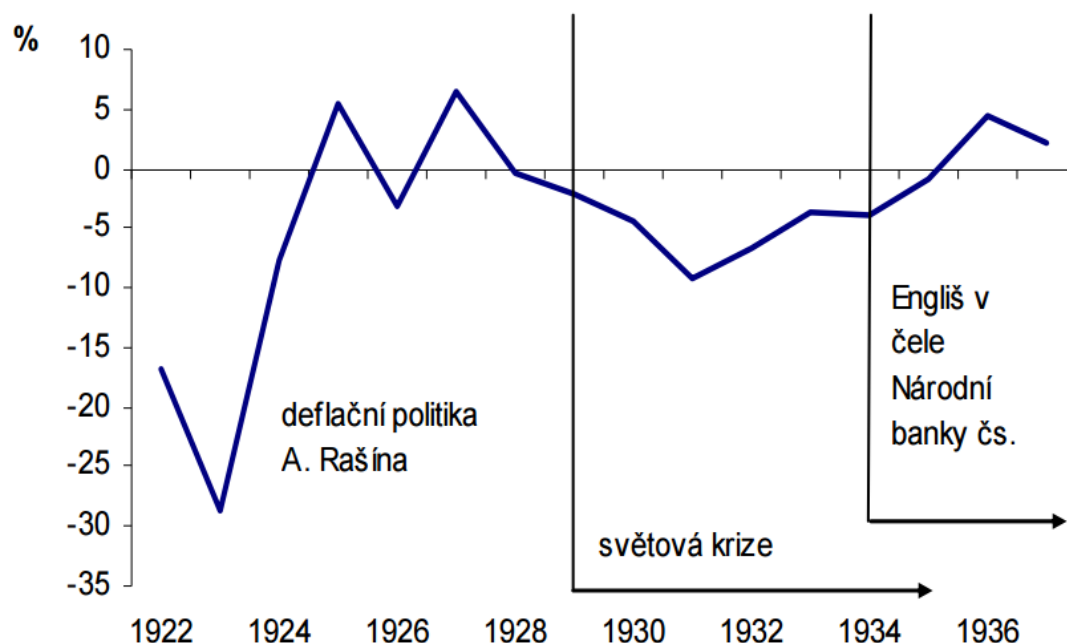
Obr. 2 Státopka 1. emise v nominální hodnotě 1 koruna

Zdroj: <http://www.papirovaplatidla.cz/bankovky/statovky-i-emise>

Další fází měnové reformy byla deflační politika (Graf 1), která navazovala na měnovou odluku. Ta byla zpočátku realizována formou restrikce oběživa, kdy byla zadržena téměř třetina bankovek předložených ke kolkování, jako nucená státní půjčka úročená jedním procentem. Výsledek byl ten, že do oběhu bylo vráceno celkem 4,7 miliardy korun bankovek z předložených 7,2 miliardy korun bankovek. Samotná měnová odluka a s ní provedená restrikce oběživa nestačily a následně musela být zavedena daň z majetku a z přírůstků majetku.

Restrikce oběživa dlouho neměla na cenový vývoj očekávaný vliv. Ještě v roce 1920 zde byla naměřena padesátiprocentní inflace. Nárůst cen bylo možné vysvětlit například zvýšením nepřímých daní a určitou roli zde hrála i uvolněná fiskální politika. Od roku 1921 se měnová politika zvolila jinou cestu a soustředila se zejména na cílené posilování kurzu koruny. To bylo dosahováno pomocí intervencí na devizovém trhu, které byly financovány z půjček v zahraničních měnách. Výsledkem byl pokles cenové hladiny a inflace se jeden čas pohyboval v záporných hodnotách.

Graf 1 Inflace maloobchodních cen (meziročně v %)



Zdroj: Vladimír Tomšík - Karel Engliš a současná měnová politika (prezentace). Dostupné na webu: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_pro_jevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_2011207_english.pdf

Na začátku roku 1923 Alois Rašín tragicky zemřel a od té doby stoupal vliv Rašínova odpůrce Karla Engliša, který prosazoval zvýšení kurzu koruny v zahraničí. Englišův vliv zde působil již od roku 1923, na post ministra financí se však dostal až v roce 1925. V této době došlo k silnému poklesu exportu, výroby a výsledkem bylo sociální napětí z rostoucí nezaměstnanosti. Na jaře roku 1925 vláda upustila od deflační politiky a vznikl také návrh zákona o založení Národní banky Československé. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 27-1-2016), (Šumpich, 2014)

2.3 Národní banka Československá a období zlaté měny

Příznivá měnová stabilita byla hlavní faktorem ke vzniku Národní banky Československé, která zahájila svou činnost 1. dubna 1926. Byla založena jako akciová společnost s akciovým kapitálem ve výši 12 milionů zlatých dolarů a plnila všechny funkce klasické emisní centrální banky a nahradila Bankovní úřad ministerstva financí. Ze zákona patřila jedna třetina akciového kapitálu státu. Statutární orgány Národní banky Československé tvořily:

- Valná hromada,
- guvernér,
- bankovní rada,
- revidující výbor
- sbor censorů.

Prvním guvernérem, který byl volen na pět let, se stal Vilém Pospíšil, přítel a spolupracovník Aloise Rašína. Její založení se však připravovalo již od roku 1920, kdy byl vydán zákon č. 347 Sb. z. a n. Hlavním problémem tohoto zákona však byla představa, že zřízení centrální banky má být doprovázeno přechodem k měně kryté zlatem. Tato idea ale byla revidována, protože zahraniční centrální banky požadovaly kvůli uzavírání československých zahraničních půjček vytvoření nezávislé měnové instituce. (Historie ČNB. Dějiny instituce. [online]., cit. 28-1-2016)



Obr. 3 Mince v nominální hodnotě 1 Kčs platná v letech 1922 až 1941

Zdroj: <http://www.num.cz/zpravodaj/post/show/423>

Měnovou politikou Národní banky československé bylo udržovat kurz koruny k plnohodnotným zlatým měnám na úrovni posledních dvou let (mezi 33 až 34,50 korun za 1 dolar). Národní banky československá byla ze zákona povinna udržovat stanovený podíl krytí bankovek drahým kovem a hodnotnými cizími měnami. Koruna se oficiálně stala zlatou měnou 7. listopadu 1929 na základě opatření Stálého výboru č. 166 Sb. o konečné úpravě československé měny. Jednalo se o tzv. standard zlaté devizy, kdy centrální banka mohla své bankovky směňovat za zlato či devizy. Průběh zvyšování podílu krytí bankovek drahým kovem a hodnotnými devizami byl od roku 1929 urychlen až o 35 %. Vláda v roce 1934 prosadila devalvaci koruny, na což reagoval současný guvernér Vilém Pospíšil a celé jeho vedení demisí dne 17. února 1934. Jednalo se o zákon č. 25 Sb. ze 17. února 1934, který upravil zlatý obsah koruny na 0,03715 gramů ryzího zlata. I přes devalvaci (Tabulka 1) kurz koruny vůči dolaru výrazně zpevnil. Novým guvernérem Národní banky Československé byl jmenován prezidentem Tomášem Garrigueem Masarykem v únoru 1934 Karel Engliš, který v této funkci vydržel celých 5 let. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 31-1-2016)

Tabulka 1 Vývoj zlatého obsahu koruny a kurzu koruny vůči dolaru.

Rok	Zlatý obsah koruny	Kurz (koruna/dolar)
1929	0,04458 g	33,75
1934	0,03715 g	23,92
1936	0,03121 g	28,474
1945	0,01777343 g	50
1953	0,123426 g	7,20

Zdroj: www.historie.cnb.cz/menova_politika

V důsledku pádu zlatého franku byla zákonem č. 262 Sb. o nové úpravě československé měny z 9. října 1936 ve znění vládního nařízení č. 263 Sb. vyhlášena druhá devalvace koruny a zlatý obsah koruny (Tabulka 1) byl znovu snížen.

V tomto období vypukla také největší hospodářská krize 20. století. Vyvolal jí hromadný výprodej akcií na newyorské burze a následný prudký pokles jejich cen. Mezi roky 1927 a 1929 však ceny akcií až desetkrát vrostly, kdy se dostaly na své maximum a ještě v září 1929 ceny na newyorské burze trhaly rekordy. V pátek 25. října 1929 však byla newyorská burza nucena oznámit krach. Vypuknutí hospodářské krize mělo značný dopad na pokles výroby a s tím související růst nezaměstnanosti. (Buřínková, 2008)

Světová hospodářská krize výrazně zasáhla také Československo. Mnoho podniků bylo donuceno vyhlásit bankrot a nezaměstnanost tím pádem prudce rostla. Průmyslová výroba poklesla o 34 % a snížení exportu se pohybovalo okolo znepokojivých 65 %. Reakcí na snižující se vývoz, stavebnictví a průmyslovou a zemědělskou výrobu se Národní banka Československá v květnu 1930 rozhodla snížit eskontní sazbu z 5 % na 4,5 % a lombardní sazbu z 6 % na 5,5 %. Eskontní sazba byla později snížena ještě jednou v červnu 1930 o dalších 0,5 % na 4 %. Následně v lednu 1931 byla znovu stejným způsobem snížena také lombardní sazba na 5 %. V roce 1931 vyvolal paniku krach významných vídeňských či německých bank. Na tuto úvěrovou krizi Národní banka Československá reagovala rapidním zvýšením eskontní sazby o 2,5 %, což ve výsledku nepřineslo očekávaný účinek. Tuzemské banky na základě toho zvyšovaly své úrokové sazby a ve finále tyto korky přinesly ekonomický propad. V průběhu roku 1933 byla na základě

zákona č. 44 Sb. o soutěži v peněžnictví a o úpravě úrokových sazeb z 2. března 1933 a zákona č. 47 Sb. o dani kupónové a o snížení úroků z některých cenných papírů pevně zúročitelných z 21. března 1933 zavedena centrální regulace úrokových sazeb, která však nebyla dostatečně účinná. Až vládní vyhláška č. 59 Sb. z 12. dubna 1933 stanovující přísné úrokové stropy pro různé typy obchodů, peněžních ústavů či regionů dosáhla účinného snížení úroků. Dalšího snižování úroků bylo dosaženo následným nařízením č. 238 Sb. z roku 1935 a dalšími administrativními kroky až do dubna 1936. Souběžně s tím byly administrativně sníženy úrokové výnosy ze státních dluhopisů o 10 % a maximální výše úroků státních pokladničních poukázek byla snížena na 4 %.

Tabulka 2 Přehled příjmů a výdajů státních rozpočtů v době hospodářské krize

Rok	Návrh rozpočtu			Skutečnost		
	Výdaje	Příjmy	Saldo	Výdaje	Příjmy	Saldo
1926	10 070	10 086	86	11 117	13 470	2 353
1927	9 744	9 724	-20	10 536	10 455	-81
1928	9 536	9 562	26	11 340	9 981	-1 359
1929	9 534	9 570	36	9 889	10 799	910
1930	9 367	9 420	53	9 873	9 647	-226
1931	9 839	9 844	5	11 102	9 133	-1 967
1932	9 319	9 323	4	9 550	8 367	-1 183
1933	8 633	8 634	1	9 082	7 575	-1 507
1934	7 631	7 632	1	8 197	7 492	-705
1935	7 983	7 985	2	8 710	7 054	-1 656

Zdroj: Převzato z Kubátová J., Ekonomické znalosti pro tržní praxi – příspěvek Antonie Doležalové: PROMĚNA FISKÁLNÍCH PARADIGMAT V DOBĚ PRVNÍ REPUBLIKY35, s. 80, 2013-06-20

V září 1938 byl československý dluh vyčíslen na 51,7 miliardy korun, což představovalo 83 % čistého národního důchodu. Československo bylo jediným státem, který po rozpadu Rakouska-Uherska nepřerušil splácení státních závazků vzniklých rozpadem v roce 1918 a i přes devalvace v letech 1934 a 1936 byla koruna jednou z nejstabilnějších měn evropských měn ve 30. letech. Stabilní cenová hladina a kurz koruny přispěly k růstu průmyslu a zemědělství, což vedlo

k průběžnému zvyšování exportu a stabilizování státního rozpočtu, který se dostával z deficitů. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 31-1-2016)

2.4 Měnová politika v období okupace

Přelomovým bodem v růstu české ekonomiky se stala vyhrocená situace kolem českých hranic s Německem a Mnichovská dohoda ze září 1938 znamenala zlomový bod v existenci Národní banky československé, kdy její činnost musela být přizpůsobena změněným státoprávním poměrům. Důsledky této dohody měly katastrofální dopady a nastalo období tzv. druhé republiky. V roce 1938 vyhlásilo Slovensko autonomii a Československo ztratilo 30 % území, třetinu obyvatelstva a orné půdy a dvě třetiny průmyslu. Po zabrání německými vojsky byla česká ekonomika začleněna do německé válečné ekonomiky. Došlo ke vzniku Česko-Slovenska.

Po zabrání Československa a jeho připojení k Říši došlo ke stažení československých korun z oběhu a jako platidlo byla stanovena říšská marka. Celkem bylo staženo 1251 miliónů korun v bankovkách, 1503 miliónů ve státovkách a 121 miliónů v mincích. Kurz byl stanoven způsobem, který korunu silně podhodnocoval. Stanoven byl takto: 1 říšská marka byla rovna 8,33 Kč. V reálu by kurz však podle poměru cenových hladin odpovídal 6 až 7 korunám za 1 říšskou marku. S účinností k 31. říjnu 1938 přestala být koruna zákonným platidlem na „sudetoněmeckých“ územích. Nakonec došlo i k přejmenování Národní banky Československé. Bylo tak provedeno 27. ledna 1939 a její nový název byl Národní banka česko-slovenská. Od této chvíle byla česko-slovenská koruna označována jako „K“. V roce 1939 také skončilo funkční období jako guvernéra centrální banky Karlu Englišovi a na jeho místo byl dosazen dosavadní viceguvernér František Ladislav Dvořák, který ve funkci vydržel po celou dobu německé okupace.

V průběhu roku 1939 již nacisté plně kontrolovali výrobu nejdůležitějších zbrojních podniků a postupně ovládli i další české podniky. Německý vliv působil na většinu bank a pojišťoven a během okupace docházelo k neustálému odčerpávání jejich finančních prostředků do Německa. Německá říšská banka měla v roce 1939 požadavek, aby jí byly zlatem nahrazeny česko-slovenské peníze

stažené v „sudetoněmeckém“ pohraničí. Ještě v březnu tentýž roku bylo na Říšskou banku převedeno 14 tun zlata. Vyústěním agresivní politiky Německa byla okupace zbytku českého území německou armádou dne 15. března 1939. Den před tímto německým krokem byl vyhlášen Slovenský stát, se svou vlastní centrální bankou s názvem Slovenská národní banka se sídlem v Bratislavě a následně Protektorát Čechy a Morava. Zákonným platidlem v Protektorátu přestala být koruna a stala se v podstatě jen nominálním zlomkem říšské marky. Říšská vláda stanovila kurz 10 korun za jednu říšskou marku a naše centrální banka byla znovu přejmenována z Národní banky česko-slovenské na Národní banku pro Čechy a Moravu se sídlem v Praze a byla podřízena Říšské bance v Berlíně, která určovala činnost české centrální banky, jehož hlavním účelem bylo vykořisťování Protektorátu Čechy a Morava. Po válce československá vláda předložila restituční požadavek na téměř 46 tun měnového zlata, o které byla centrální banka násilným způsobem připravena ve válečném období. Nakonec byl Československu přiznán nárok na 24,5 tuny zlata, což představovalo o něco více než polovinu požadovaného objemu. Prvních 6 tun dostalo Československo v roce 1948 a zbytek až v únoru 1982 čemuž předcházelo mnoho různých sporů. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 3-2-2016), (Šumpich, 2014), (Vencovský, Půlpán a kol., 2005)

Důležitým faktorem pro vývoj hospodářské a měnové politiky po skončení války byla exilová vláda se sídlem v Londýně v čele s Edvardem Benešem, pod jehož vedením pracoval aparát Prozatímního státního zřízení ČSR na plánech obnovy rozvráceného hospodářství na území Československa. Byl zřízen měnový a bankovní odbor, který vedl zkušený znalec měnové problematiky Jan Viktor Mládek. Připravovala se poválečná měnová reforma a tato příprava byla v roce 1941 svěřena do rukou Eduarda Outraty a následně Ladislavu Feieranbendovi. V březnu roku 1942 byl dokončen první návrh na tisk poválečných československých bankovek, který vycházel z předválečné statistiky, a počítalo se s 13 mld. Kč v oběhu. V roce 1943 byly tyto peníze vytištěny a uschovány v podzemních trezorech. V roce 1945 byly letecky dopraveny do Prahy.

Exilová vláda řešila finanční otázku také tím, že svěřila úlohu centrální banky tzv. Československému měnovému úřadu, který vznikl při exilovém ministerstvu financí v Londýně v roce 1944 a byl oprávněn vydávat platidla pro československé

vojsko, civilní správu, pro spojenecká vojska i mezinárodní organizace působící na osvobozeném území a směl provádět výměny platidel na osvobozeném území. Tento úřad plnil svojí funkci do roku 1945, kdy válka skončila.

Představitelé naší exilové vlády, zejména Jan Viktor Mládek, se podíleli na založení Mezinárodní měnového fondu vzniklého v roce 1944 a Světové banky, která měla být pomocnou silou zemím postižených druhou světovou válkou.

Měnové škody po konci druhé světové války byly katastrofální a odhadují se na 135,5 mld. Kč. K těmto škodám je také důležité upozornit také na škody hospodářské politiky nacistického Německa a ztráty v průmyslu, zemědělství či dopravě a také na lidských životech, kterých v období války vyhaslo až 70 milionů.

2.5 Poválečná měnová politika

Po skončení druhé světové války v září roku 1945 byla měnová situace na území dnešní České republiky ve velkém chaosu, kdy zde platilo celkem šest měn a každá z nich měla vlastní kurz. V oběhu zde byly české protektorátní koruny, slovenské koruny, říšskoněmecké marky, maďarské pengö, polské zloté a peněžní poukázky, kterými byli vybaveny československé vojenské jednotky. Hospodářství v Československu bylo v důsledku inflace zcela rozvráceno a existovaly zde dvě centrální banky, jedna v Praze a druhá v Bratislavě. Odstranit měnový chaos a položit základy hospodářské obnovy země bylo prioritním úkolem tzv. Košického vládního programu z listopadu 1945 v čele s Fierlingerem. Oběh německých marek i maďarských pengö byl zakázán a platnost protektorátních korun, korunových poukázek z roku 1944 byla rozšířena na celé území dnešní České republiky, přičemž na Slovensku zůstala v platnosti slovenská měna. Československo vzhledem k posílení pozice levice v průběhu války směřovalo k centrálnímu řízení hospodářství. Vládní program následně vydal dekrety o znárodnění průmyslu a bank, které se týkalo všech bank a pojišťoven, klíčového průmyslu, dolů a všech závodů s více než 500 zaměstnanci.

Dne 1. listopadu 1945 proběhla měnová reforma, při které došlo k sjednocení české a slovenské koruny a byla tak znovu zavedena jednotná československá koruna (Obrátek 5). Nový kurz byl k cizím měnám určen podle amerického dolaru, kdy se jeden dolar rovnal padesáti československým korunám, tj. 0,01777343 g

zlata. Jedna britská libra se v této době rovnala dokonce dvou stům československým korunám. Tento kurz byl nahlášen Mezinárodnímu měnovému fondu a Světové bance, následně v tomto kurzu probíhaly všechny transakce s cizinou. Při reformě v roce 1945 došlo mimo jiné i k již zmíněnému znárodnění bank a jejich počet byl snížen na osm bank v českých zemích (Živnobanka, Pragobanka, Legiobanka, Moravská banka, Zemědělská banka, Ústřední banka družstev, Plzeňská banka, Pražská zúčtovací banka) a šest bank na Slovensku (Tatrabanka, Slovenská banka, Sedliacká banka, Stredoslovenská banka, Myjavská banka, Ľudová banka).



Obr. 4 Jedno korunová československá ražená od roku 1947

Zdroj: <http://cnslouny.unas.cz/e-ga/g-m-cs1945-53-o.htm>

Během let 1945 a 1946 se dostávala k moci Komunistická strana Československa, která na svém sjezdu v březnu 1946 vyhlásila program směřující k převzetí politické moci v zemi. V červnu téhož roku Gottwaldova vláda předložila v rámci svého tzv. Budovatelského programu dvouletý plán hospodářské obnovy, tzv. dvouletku, které měla dovést československé hospodářství do předválečné podoby. Podstatou tohoto programu byla postupná socializace ekonomiky a vše bylo podřízeno vládě. Počet bank se v českých zemích se snížil z osmi na tři (Živnobanka, Legiobanka a Moravská banka) a na Slovensku z šesti na dvě (Slovenská banka a Tatrabanka). Stanovené cíle dvouletky byly dosaženy pomocí regulace mezd a státního rozpočtu. Program byl splněn v průmyslu, ve kterém objem výroby stoupl v porovnání s rokem 1937 o 10 %. Zemědělská výroba klesla oproti předválečnému objemu o 25 %, ale vzhledem k výraznému úbytku obyvatelstva byla v přepočtu na jednoho obyvatele o 13 % vyšší. Národní důchod rostl po válce každým rokem a KSČ v této době často hovořilo o „specifické

československé cestě k socialismu“. V únoru 1948 došlo k politickému převratu a Československo už bylo plně přizpůsobeno sovětskému modelu a centralizace bankovníctví pokračovala tak, že všechny komerční banky podřízeny jednotnému řízení ministerstva financí.

V letech 1945 až 1950 v roli centrální banky na území Československa působila Národní banka Československá, která vznikla sloučením Národní banky pro Čechy a Moravu a Slovenské národní banky na základě dekretu prezidenta republiky č. 139/1945 Sb. z. a n. Sídlem národní banky byla Praha a v Bratislavě se nacházel Oblastní ústav pro Slovensko. Teprve v roce 1948 došlo k vydání nového zákona č. 38/1948 Sb. z. a n. a Národní banka se stala veřejným státním ústavem, bankovní rada byla obnovena, ale její postavení se však podstatně změnilo. Guvernér a viceguvernér byli voleni prezidentem republiky a ostatní členy jmenovala vláda na návrh ministra financí a tím získala významný vliv na domácí centrální banku. Od roku 1949 se intenzivně připravoval vznik Státní banky československé. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 4-2-2016)

2.6 Měnová politika Státní banky československé

Funkci centrální banky zákonem č. 31/1950 Sb. převzala 9. března 1950 Státní banka československá (SBČS). Podle sovětského vzoru u nás vznikl jednostupňový bankovní systém vyznačující se centrální bankou, která provádí veškeré bankovní operace včetně poskytování úvěrů podnikovému sektoru. Ostatní banky jsou v tomto systému specializované na určenou bankovní činnost a mají plnou závislost na rozhodování centrální banky. Prvním generálním ředitelem nově vzniklé centrální banky byl jmenován JUDr. Otakar Pohl, komunistický ekonomický expert bez přímé zkušenosti s bankovníctvím a ve své funkci vydržel do října 1969 s výjimkou let 1954 až 1957, kdy tuto funkci zastával Jaroslav Kabeš. Státní banka československá tu působila jako tzv. monobanka, které má funkci jak centrální, tak obchodní banky a tuto funkci plnila až do roku 1990. Nová centrální banka (SBČS) měla nově plnit především pět základních funkcí:

1. řídit na základě pokladního a úvěrového plánu peněžní oběh ve státě,

2. být zúčtovacím ústředím státu a zároveň řídit a vykonávat platební a zúčtovací styk,
3. poskytovat provozní úvěry,
4. spravovat devizové prostředky státu a provádět mezinárodní platební styk,
5. provádět ekonomickou kontrolu vůči subjektům národního hospodářství.

Šestou funkcí bylo provádění financování investiční výstavby z centralizovaných zdrojů státu a vlastních prostředků podniků, a poskytování investičních úvěrů. Tuto funkci do roku 1958 plnila Investiční banka, poté ji převzala SBČS. (Historie ČNB. Dějiny instituce. [online]., cit. 4-2-2016), (Šumpich, 2014), (Vencovský, Půlpán a kol., 2005)

2.6.1 Měnová reforma 1953

Po vzniku Státní banky československé se od roku 1951 začalo pracovat na přípravě měnové reformy. Základní myšlenkou byl přechod z vázaného trhu k volnému trhu průmyslového a potravinářského zboží a odstranit přidělové hospodářství, které zde vzniklo za počátku druhé světové války v roce 1939. Dalším důvodem reformy bylo vysoké vnitřní zadlužení státu, které se muselo nezbytně řešit. Ceny na volném trhu byly několikanásobně vyšší než na vázaném a služby, které nedokázal zajistit stát, doplnil černý trh, který škodil celé ekonomice. Projekt na zrušení vázaného trhu vedl Václav Hůla ve spolupráci se sovětskými poradci, kteří se dostali na ministerstvo financí v průběhu roku 1952. Na základě toho byly peníze tištěny v Sovětském svazu a koruna měla být vázána na sovětský rubl.

Tabulka 3 Ceny zboží na vázaném a volném trhu na přelomu roku 1952 a 1953

Druh zboží	Vázaný trh	Volný trh
Cukr 1 kg	15	140
Máslo 1 kg	80	450
Sádlo 1 kg	58	450
Vepřové maso 1 kg	46	260
Hovězí maso 1 kg	38	260
Salám 1 kg	70	500
Mouka 1 kg	18	38
Chléb 1 kg	8	16
Rýže 1 kg	70	300
Pánský oblek	1800	6000
Dámské šaty	1000	3000
Pánská košile	250	1000
Pánské polobotky	400	3000

Zdroj: Převzato z Krejčířík, Milan. Měnové reforma 1953 – přehled. [online]. Dostupné z WWW: http://www.totalita.cz/vysvetlivky/ref_menova_1953.php

Základní politická rozhodnutí učinil prezident republiky Klement Gottwald, a v okruhu jeho nejbližších spolupracovníků se také všechny informace soustřeďovaly. Reforma neměla řešit jen ekonomické problémy státu, měla také citelně postihnout "zbytky kapitalistických živlů", kterými byli bývalí továrníci, bankéři nebo akcionáři. (Krejčířík. [online]., cit. 8-2-2016)

Myšlenka pro realizaci této reformy se zrodila po vzoru poválečných měnových reforem v okolních evropských státech, které byly nuceny projít měnovou reformou, jejíž podstatou je nahrazení dosavadní měny novým platidlem. Ráno 30. května Ústřední výbor KSČ schválil návrh na zrušení vázaného trhu a provedení peněžní reformy, jejíž podstatou bylo nahrazení současné měny. Dále byl stanoven nový zlatý obsah koruny československé na 0,1234526 g ryzího zlata a měna od této chvíle byla vázána na sovětský rubl, kdy 1 rubl představoval 1,80 Kčs. Na základě toho kurzu Státní banka československá stanovila kurzy k ostatním měnám, např. k americkému dolaru to činilo 7,20 Kč za 1 americký dolar oproti dřívějšímu kurzu 50 Kčs na 1 americký dolar, z čehož je jasné, že tímto krokem

byla československá koruna silně revalvována a účelem bylo právě navázání se na sovětský rubl. Oficiálně tak bylo poukázáno na to, aby se československá měna odpoutala od amerického dolaru a od roku 1953 se začala vázat na sovětský rubl s komentářem: *„Ve vnějších vztazích stávalo se více a více neúnosným, aby naše hodnotná měna byla připoutána k americkému dolaru. Jevilo se nutným osamostatnit ji a vytvořit pevné svazky se stále sílícím hospodářstvím SSSR a ostatních zemí lidové demokracie.“* (Vencovský, Půlpán a kol., 2005)

Reforma přinesla výraznou redukci peněz, když z platidel z roku 1945 v celkové sumě 52,1 miliard korun zůstalo po výměně zhruba jen 1,4 miliardy korun. Výměna byla uskutečněna na základě vyhlášky tehdejšího ministra financí Jaroslava Kabeše ve dnech od 1. do 4. června 1953. Občanům, kteří pod sebou neměli žádné zaměstnance a nebyli vyloučeni ze zásobování na vázaném trhu, byly vyměněny staré peníze za nové v maximální hodnotě 300 Kčs na hlavu v poměru 5:1. Ostatní hotovosti se měnily v poměru 50:1. Příslušníkům byl limit 300 Kčs tajně zvýšen a vojáci z povolání, důstojníci či někteří pracovníci bezpečnostních složek si mohli peníze měnit v poměru 3:1. Výměny vkladů obyvatelstva na knížkách ve Státní spořitelně a Státní bance československé byly uskutečněny dle stupnice znázorněné v Tabulce 4 níže.

Tabulka 4 Přepočítání uložených vkladů obyvatelstva podle měnové reformy 1953

Výše vkladů uložených na knížkách	Poměr výměny peněz
Do 5000 Kčs	5:1
Od 5000 Kčs do 10000 Kčs	6,25:1
Od 10000 Kčs do 20000 Kčs	10:1
Od 20000 Kčs do 50000 Kčs	25:1
Nad 50000 Kčs	30:1

Zdroj: Vencovský, F. a Půlpán, K., Dějiny měnových teorií na českém území, s. 234, 2016-02-10

Peníze z vkladních knížek se počítaly dohromady a vklady uskutečněné po 15. květnu se přepočítávaly v poměru 50:1. Výjimkou však byly vklady ze závodního a školního spoření, které byly kráceny v poměru 5:1 a pojistky 5:1. Prostředky na vázaných vkladech z měnové reformy 1945 ve výši 80 miliard Kčs byly anulovány.

Došlo také ke zrušení státních a cenných papírů bez ohledu na jejich vydání. (Vencovský, Půlpán a kol., s. 233-234, 2005)

Zmíněné kroky vedly k vysokému omezení poptávky, které bylo tak vysoké, že se musely nastavené parametry změkčit snížením daně z obrátu na některé druhy spotřebního zboží. Díky tomu v letech 1954 až 1956 následně došlo ke snížení cen maloobchodního zboží, u průmyslového zboží v průměru o 37 % a u potravin o 31 %. Stejnou metodu použil Sovětský svaz po měnové reformě v roce 1947. (Tuček, [online].)

Vyústěním této reformy byl spor s Mezinárodním měnovým fondem, který vznikl v souvislosti navázání koruny na sovětský rubl, jelikož povinností každého člena fondu je podávat informace a projednávat přijímaná měnová opatření. Dne 31. prosince 1954 bylo Československo z fondu vyloučeno. Tehdejší vláda toto datum odmítla akceptovat a jako termín našeho odchodu z Mezinárodního měnového fondu uvedla datum 4. května 1954. Dobrovolně Československo vystoupilo i ze Světové banky. Přes katastrofální dopady na úspory obyvatel měla tato radikální reforma pozitivní dopad na stabilitu měny a také byl odstraněn státní dluh vzniklý v době okupace a po revoluci. (Schejbalová, 2013)

2.7 Měnová politika v područí direktivního plánování

Československá měna se stávala díky nerealisticky navrženému měnovému kurzu čím dál a prohlubovaly se rozdíly mezi exportními a importními cenami. Inflation vzhledem k administrativně stanoveným a jednotně uplatňovaným cenám oficiálně neexistovala, projevovala se ale v nedostatku zboží. To dávalo příležitost vzniknout různým formám černého trhu, na kterém byly ceny vyšší. Typickým příkladem byl prodej podpultového zboží.

Příkladem černého trhu byl tzv. veksl, jehož ziskem byl složitý přístup občanů k devizovým prostředkům. Tzv. nabídková povinnost jim totiž přikazovala odprodat v bance devizy za úředně stanovený kurz, které nějakým způsobem dostali, například dary od příbuzných v zahraničí či ze zahraničních cest. V případě zájmu vycestovat na dovolenou byla povinnost požádat o tzv. devizový příslib. Obyčejní občané ho zpravidla nedostali, protože objem prostředků vyčleněných na turistiku byl velmi malý. Za „zlatý důl“ pro obchod veksláků by se dal považovat

obchod s poukázkami v roce 1957 založeného podniku zahraničního obchodu Tuzex. Tyto poukázky se nazývaly bony (Obrázek 5) a do oběhu byly dávány při směně volných měn v SBČS a bankách či při čerpání z tuzexových kont vedených v Živnostenské bance. Tuzex se soustředoval na prodej západního zboží či domácího zboží určeného na vývoz do západních zemí. Důvodem jeho založení bylo naplnění tzv. principu use and benefit, tzn. možnost si za volnou měnu nakoupit západní zboží. (Historie ČNB. Měnová politika. [online], cit. 11-2-2016)



Obr. 5 Odběrní poukaz podniku zahraničního obchodu TUZEX v hodnotě 1 Kč

Zdroj: <http://www.sablik.eu/>

V období mezi lety 1958 až 1969 proběhlo několik pokusů o reformu. První reforma plánovaná v letech 1958 až 1961 se neuskutečnila z důvodu stability měny a přehnaným požadavkům na tempo růstu.

O další reformě bylo rozhodnuto v roce 1965, která měla vejít v platnost 1. listopadu 1967. Ta byla cílena na podniky a jejich strategické plánování, kdy měla být nastavena jednotnost odvodů do státního rozpočtu, odstranění měnového stropu a další kroky cílené na chování podniků. V důsledku těchto zásahů vzrostly velkoobchodní ceny o 29 % místo plánovaných 19 % a to nastartovalo inflaci. Tento inflační tlak byl řešen zásadním pokusem o přeměnu hospodářství na tzv. „tržní socialismus“ v roce 1968. Tento plán zahrnoval i založení dvoustupňového bankovníctví oživením komerčních bank a změnit postavení centrální banky, která měla být relativně nezávislá instituce a zabezpečovat stabilitu peněžních toků ve

státě. Systém centrálního plánování měl být zachován v současném stavu s tím rozdílem, že centrální banka se měla účastnit sestavování komplexního měnového plánu a následně podle tohoto plánu směřovat i svou politiku. V této době také nastala federalizace Československa, kdy v rámci ČSSR vznikly Česká socialistická republika a Slovenská socialistická republika. V důsledku toho byla uzákoněna vize federalistického systému centrálních bank zahrnující dvě republikové centrální banky a jednu federální centrální banku. (Vašek, 2012)

Po násilném potlačení Pražského jara v roce 1968 byly jakékoliv reformní snahy potlačeny a 70. léta se stala obdobím tzv. normalizace, které trvalo až do roku 1989. Pojem normalizace je užíván pro období prosazování politické moci konzervativním vedením KSČ po invazi vojsk Varšavské smlouvy do ČSSR, které zamezilo snahám o ozdravení československé ekonomiky. Měnové politice byl v podmínkách direktivního centrálního řízení hmotných hospodářských procesů přiznán význam v roce 1970 v podobě začlenění měnového plánu do soustavy centrálních národohospodářských plánů. Tyto parciální reformy centrálního plánování však nepřinesly požadované ekonomické zlepšení. Vyvrcholením hospodářská stagnace a nižší životní úrovně v porovnání se západními zeměmi byl pád socialistického režimu v roce 1989.



Obr. 6 Jedno korunová mince platná v letech 1960 až 1990

Zdroj: <http://cnslouny.unas.cz/e-ga/g-m-cs1960-90-o.htm>

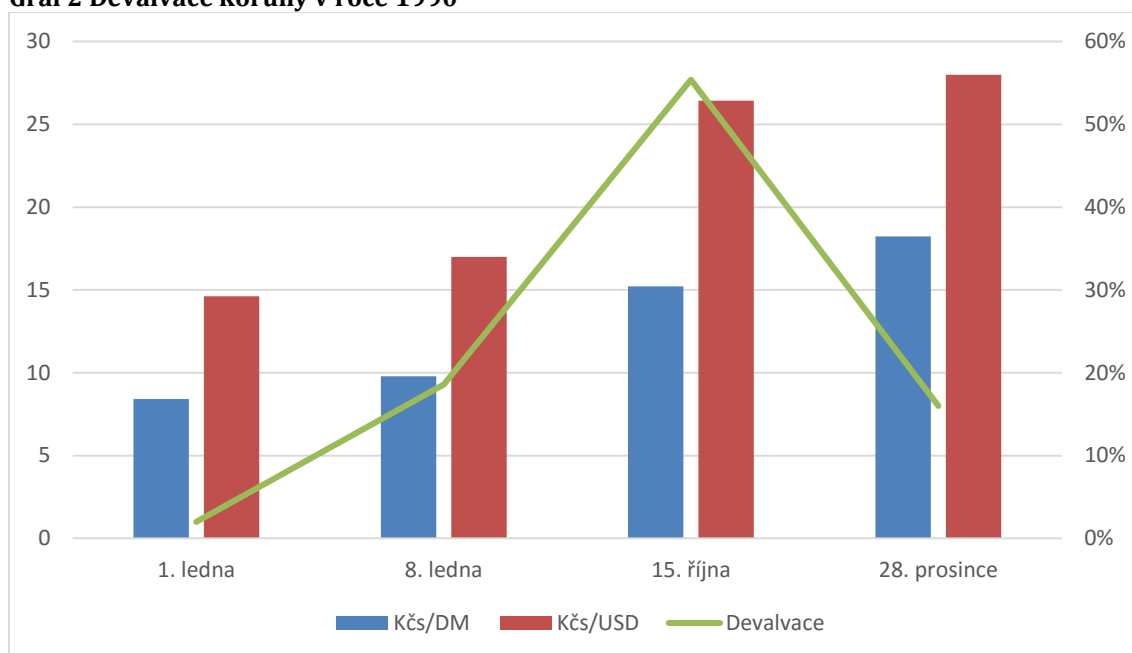
2.8 Měnová politika po revoluci 1989

Po pádu socialistického režimu v roce 1989 bylo možné provést komplexní ekonomickou reformu, která začala v roce 1991, a jejím cílem bylo postupně přeměnit centrálně řízenou ekonomiku v ekonomiku tržní. Již v lednu 1990 byly položeny základy k dvoustupňovému uspořádání bankovního systému. Hlavní

myšlenkou této změny bylo přesunutí depozitní a úvěrové činnosti i ostatních obchodních bankovních aktivit z centrální banky do komerčních bank. Podoba Státní banky československé tak odpovídala centrálním bankám v jiných vyspělých zemích. Od této chvíle její měnová politika nebyla závislá na vládě, jako tomu bylo do roku 1989. Komerčních bank bylo zpočátku v roce 1990 pouhých 9, ale postupem času jejich počet rostl, kdy v roce 1992 jich zde vyvstalo činnost 37 a na konci roku 1994 dokonce 55. Bankovní systém byl v této době velmi otevřený vůči zahraničí a tak značná část nově vzniklých bank byla ve vlastnictví zahraničních bank. Domácí banky byly na konci devadesátých let privatizovány velkými nadnárodními finančními skupinami. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 13-2-2016)

Další otázkou byl díky neexistenci devizového trhu před rokem 1989 problém kurzové politiky. Hlavním cílem tak bylo nalezení optimální podoby a úrovně kurzu. S platností od 1. ledna 1990 byla koruna devalvována oproti měnovému koši (pět měn s největším podílem na obratu běžného účtu platební bilance, později pouze německá marka a americký dolar) o 2 %. Následně 8. ledna 1990 byl zaveden jednotný kurz pro obchodní a neobchodní platy ve výši původního obchodního kurzu. Tento jednotný kurz byl ihned devalvován o 18,6 %. V průběhu roku 1990 došlo k devalvaci koruny ještě dvakrát, nejdříve v říjnu o 55,4 % a v prosinci o 16 %.

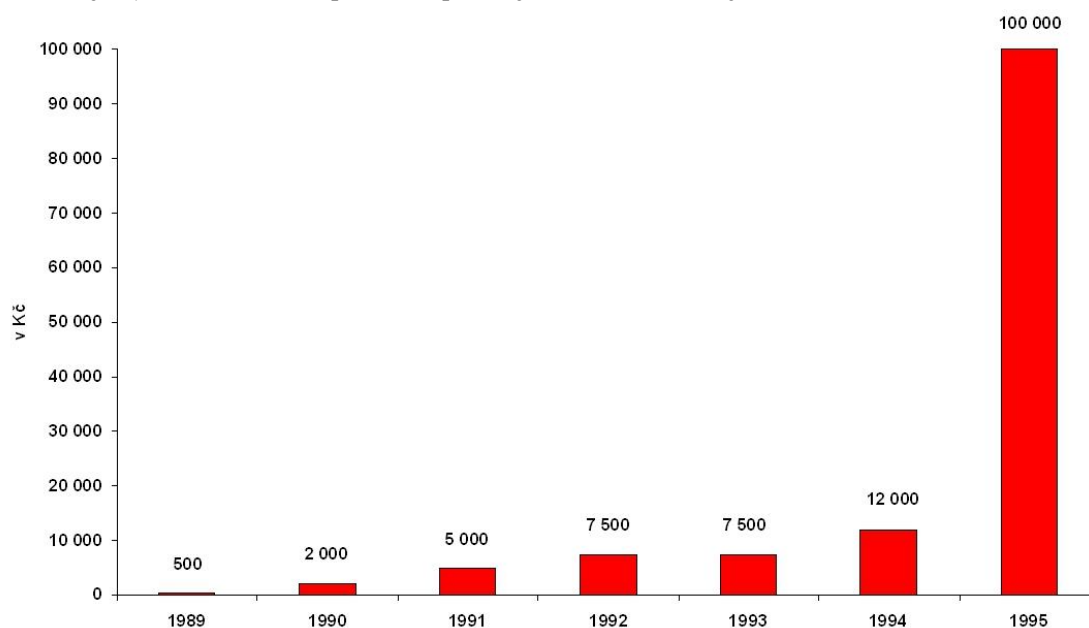
Graf 2 Devalvace koruny v roce 1990



Zdroj: vlastní zpracování

V roce 1990 existoval ještě tzv. turistický kurz, za který si mohli občané nakupovat proti razítku v cestovním pasu valuty do stanoveného limitu, který zpočátku činil dva tisíce korun. Ještě v roce jeho založení byl však sloučen s jednotným kurzem vzniklým sloučením obchodního a neobchodního kurzu. Od roku 1991 bylo možné, aby občané nakupovali valuty v rámci stanoveného limitu za jednotný kurz. Limit se každým rokem zvyšoval (Graf 3) a v roce 1995 byl zcela zrušen. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 14-2-2016)

Graf 3 Vývoj ročního limitu pro nákup volných měn rezidenty



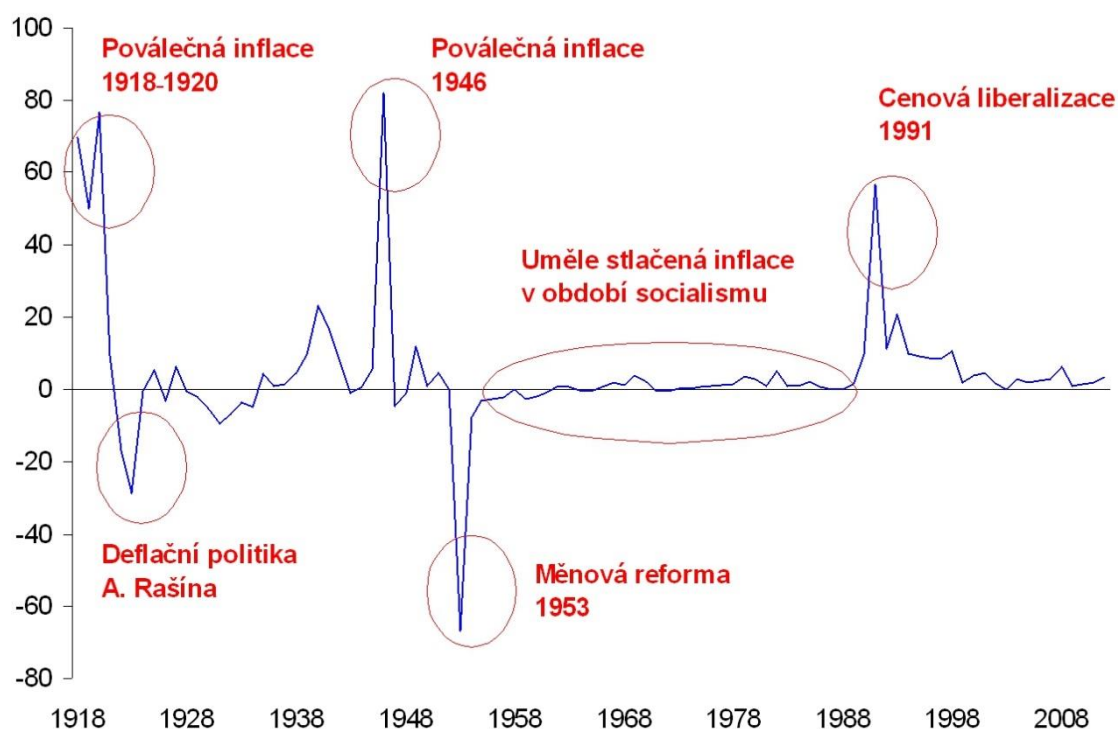
Zdroj: www.historie.cnb.cz/menova_politika

Ještě v září roku 1990 bylo obnoveno členství u Mezinárodního měnového fondu, ze kterého byla Československá republika vyloučena v roce 1953, v důsledku tehdy provedené měnové reformy. (Durčáková, 2000)

Státní banka československá v roce 1991 mimo jiné vypsala soutěž na výtvarné návrhy nových vzorů. Mezi tradiční hodnoty po 10, 20, 50, 100, 500 a 1 000 korunách přibyly i nové hodnoty po 200 a 2 000 a nejvyšší hodnota po 5 000 korunách. Vybrány byly návrhy tří autorů a SBČS si nakonec vybrala k realizaci návrhy Oldřicha Kulhánka. K zahájení výroby bankovek této emise mělo dojít v roce 1992, ale vzhledem k následné měnové odluce byly tyto bankovky upraveny na bankovky budoucí samostatné budoucí České republiky. Z mincí byly pouze odstraněny komunistické symboly, došlo ke změně názvu státu, státního znaku a názvu státu. (Historie ČNB. Dějiny instituce. [online], cit. 15-2-2016)

Jednorázová liberalizace většiny cen v lednu 1991 měla za následek prudké zvýšení inflace nad 55 %. V následujících zhruba čtyřech letech se podařilo snížit inflaci pod 10 %, obnovit ekonomický růst, udržovat nízkou nezaměstnanost, rozumný deficit veřejných financí, stabilitu kurzu koruny a v neposlední míře i přilákat nezanedbatelný příliv zahraničního kapitálu, zejména pak ve formě přímých investic. (Historie ČNB. Měnová politika. [online], cit. 16-2-2016)

Graf 4 Vývoj inflace v od roku 1918



Zdroj: www.historie.cnb.cz/menova_politika

Státní banka československá byla v této době autonomní a nezávislá organizace, která měla za cíl udržet stabilitu domácích cen (vnitřní stabilita měny) a měnového kurzu (vnější stabilita měny). Měnová politika se od roku 1991 opírala o mezicíle v podobě fixního kurzu a stanoveného tempa meziročního růstu peněžní zásoby. Příliv kapitálu se postupně zrychloval a po několika málo letech od zahájení ekonomické reformy umožňoval bezproblémové udržování fixního kurzu koruny. Přispíval k tomu i výrazně oslabený nominální kurz. Ten vytvořil domácím podnikům časový prostor dočasným zvýšením cenové konkurenceschopnosti jejich výrobků na světových trzích, na druhou stranu je ale nenutil k aktivnější restrukturalizaci. Řízení měnové politiky v dalších letech ovlivnily zejména kroky spojené se zavedením vnější směnitelnosti koruny a rozvoj peněžního trhu. Pozitivní stránkou tohoto vývoje bylo vytvoření podmínek pro přechod k řízení měnové politiky prostřednictvím tržních nástrojů. Jejich podoba se s postupujícím rozvojem peněžního trhu postupně zdokonalovala a koncem roku 1997 se přiblížila měnově politickému instrumentáriu Evropské centrální banky (ECB)

a dalších centrálních bank ve vyspělých ekonomikách. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 16-2-2016)

2.8.1 Měnová odluka a založení ČNB

Rozdělení České a Slovenské federativní republiky na Českou a Slovenskou republiku k 31. prosinci 1992 vedlo k rozdělení Státní banky československé. Dne 1. ledna 1993 vznikla samostatná Česká republika a ke stejnému datu byl přijat zákon o České národní bance (Obrázek 7). Zatímco česká strana prosazovala měnovou unii s jednotnou měnovou politikou prováděnou jednou centrální bankou, slovenská strana požadovala vytvoření dvou nezávislých národních bank a společného emisního centra s paritním zastoupením obou republik. Tyto rozpory vedly k opuštění měnové unie a k rozdělení peněžního oběhu na českou měnu a slovenskou měnu. Nový zákon o České národní bance vycházel ze zákona o SBČS, kdy hlavním úkolem pro centrální banku je stabilizace měny. Mezi kompetence ČNB také patří dohled nad bankami, je nezávislá na vládě a její povinností je podávat parlamentu dvakrát ročně zprávu o měnovém vývoji a každé tři měsíce informovat veřejnost. Bankovní rada je nejvyšším orgánem ČNB a skládá se ze sedmi členů jmenovaných na dobu 6 let:

- Guvernéra,
- dvou viceguvernérů,
- čtyř vrchních ředitelů.

PO ZÁNÍKU ČESKOSLOVENSKÉ FEDERACE JE SE VZNIKEM SAMOSTATNÉ ČESKÉ REPUBLIKY SPOJEN I VZNIK ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY. NAVAZUJE NA PRÁCI STÁTNÍ BANKY ČESKOSLOVENSKÉ, KTERÁ V LETECH 1950-1992 PEČOVALA O STABILITU ČESKOSLOVENSKÉ MĚNY.

VÝCHODISKEM PŮSOBNÍ ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY JE ZÁKON ČESKÉ NÁRODNÍ RADY č. 6/1993 Sb., KTERÝ NABYL ÚČINNOSTI 1. LEDNA 1993. TENTO ZÁKON MIMO JINÉ UVÁDÍ:

§1:(1) „ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
JE ÚSTŘEDNÍ BANKOU ČESKÉ REPUBLIKY.“

§2: „HLAVNÍM CÍLEM ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY
JE ZABEZPEČOVAT STABILITU ČESKÉ MĚNY.“

§9:(1) „PŘI ZABEZPEČOVÁNÍ SVÉHO HLAVNÍHO CÍLE
JE ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA
NEZÁVISLÁ NA POKYNECH VLÁDY.“

TATO PAMĚTNÍ KNIHA ČNB JE ZALOŽENA K ZAZNAMENÁNÍ DŮLEŽITÝCH UDÁLOSTÍ A SETKÁNÍ, JEJICHŽ PŘIPOMENUTÍ V ČASOVÉM SLEDU UMOŽNÍ LÉPE POZNÁVAT HISTORII TĚTO INSTITUCE.

JOSEF TOŠOVSKÝ
GUVERNÉR ČNB



Obr. 7 Předmluva Kroniky České národní banky z roku 1993

Zdroj: www.historie.cnb.cz/dejiny_instituce

V porovnání s ostatními transformujícími se ekonomikami byla československá koruna nejstabilnější měnou a rozdělení Československa představovalo velkou zkoušku. Výchozí bilance ČNB vznikla rozdělením bilance mezi Českou národní banku a Národní banku Slovenska. Úvěry poskytnuté obchodním bankám a prostředky těchto bank uložené u SBČS byly rozděleny územně podle sídla bank. 8. února 1993 nahradila na našem území česká koruna dřívější československou korunu. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 20-2-2016)

Předmětem k projednání byl i vzhled nové české měny, kde zvítězily návrhy akademického malíře Oldřicha Kulhánka již v roce 1991. Dále bylo vyzváno šest osvědčených účastníků soutěží na československé mince k vypracování návrhu na

korunovou minci, budoucí peněžní jednotku České republiky. Ty vznikly za velmi krátkou dobu a za nejlepší byl označen návrh akademické sochařky Jarmily Truhlíkové-Spěvákové, podle které se razí mimo jednokorunové mince také dvoukorunová mince. Dále bylo navrženo, aby na oběžných mincích České republiky byl používán symbol českého lva bez štítu. Bankovní rada, v čele s guvernérem Josefem Tošovským ještě dodatečně požádala o to, aby korunová strana mince byla doplněna o text „KORUNA ČESKÁ“. Tím byl položen základ oběžných mincí České republiky. (Vencovský, 2013)



Obr. 8 České mince

Zdroj: www.cnb.cz/cs/platidla/mince



Obr. 9 České bankovky

Zdroj: www.cnb.cz/cs/platidla/bankovky

2.9 Zavedení cílování inflace

Koncepce měnové politiky nově založené České národní banky vycházela ze stejného základu jako předtím Státní banka československá. Východiskem měnové politiky byl monetaristický přístup na řízení měnových agregátů a usilování o nízkou inflaci. Měnová politika byla silně ovlivněna přílivem zahraničního kapitálu, což vedlo k oslabování autonomie ČNB. Po měnové odluce a reformě daňové soustavy, která zahrnovala zavedení DPH a nové spotřební daně, bylo základním cílem udržet stabilní měnový kurz a inflaci držet pod 17 %. Během prvním měsíců tak byla měnová politika koncipována jako mírně restriktivní, ale do budoucna se počítalo s jejím průběžným uvolňováním. Používány byly nepřímé nástroje měnové politiky, konkrétně:

- Operace na volném trhu,
- refinanční úvěry,
- diskontní a lombardní sazba,

- povinné minimální rezervy,
- devizové intervence ve fixingu.

Liberalizace kapitálových toků a rozvoj finančního trhu snižovaly účinnost existujícího smíšeného schématu řízení měnové politiky. Vzhledem k vyšším úrokovým sazbám byla uvolněna cesta přílivu dluhového kapitálu a rozvinutý peněžní trh umožňoval tomuto kapitálu konkrétní umístění. Příliv dluhového kapitálu společně s pokračujícím nezanedbatelným přílivem přímých investic tlačil na zpevnování kurzu a ČNB byla v režimu fixního kurzu donucena odčerpávat z trhu přebytečné devizy. Emise dodatečných korun, za které ČNB kupovala devizy, díky rychlému růstu úvěrů ohrožovala plnění cíle v meziročním tempu růstu peněžní zásoby. Z toho důvodu bylo nutné intervence na devizovém trhu sterilizovat, tzn. přebytečné koruny stahovat. V důsledku toho rostl tlak na tržní úrokové sazby, což stimulovalo další příliv dluhového kapitálu. Vyšší domácí sazby oproti dolarovým či markovým sazbám měly za následek poměrně velkou ztrátovost a negativní dopad na hospodářský výsledek ČNB. (Vencovský, Půlpán a kol., 2013)

Koncem února 1996 se ČNB rozhodla pro rozšíření flukтуаčního pásma pro povolený pohyb kurzu koruny z $\pm 0,5\%$ na $\pm 7,5\%$ a tím byla snížena potřeba intervencí. Tímto opatřením však i přes zmírnění přílivu kapitálu nebylo dosaženo požadované účinnosti a ČNB musela nadále intervenovat, kdy v roce 1995 nakoupila 7,32 mld. USD. ČNB se snažila čelit tlakům na oslabení koruny, které kulminovaly počátkem poslední květnové dekády 1997, výrazným zvýšením krátkodobých úrokových sazeb (1T PRIBOR byl zvýšen na 75 %, lombardní sazba na 50 %) a masivními intervencemi na devizovém trhu. Důvěra zahraničních investorů v tomto období výrazně klesala. Po prudkém oslabení kurzu koruny bylo nutné opustit režim fixního kurzu a nahradit ho režimem volného pohybu kurzu (tzv. řízeným floatingem). Po opuštění režimu fixního kurzu byl nastolen nový režim měnové politiky – cílování inflace, který trvá dodnes. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 21-2-2016)

V režimu cílování inflace se centrální banka rozhoduje, zda pro svůj inflační cíl použije nějaký z tradičně sledovaných cenových indexů, jako je například CPI, nebo

pro potřeby cílování inflace provede určitou úpravu standardně definovaných cenových indexů. Taková úprava se provádí z toho důvodu, že některé ceny, například zemědělských komodit, podléhají cyklickým vlivům a centrální banka tak nemůže ovlivnit jejich střednědobý vývoj. V prvních čtyřech letech cílování inflace v České republice sledovala Česká národní banka meziroční změnu cenové hladiny pomocí tzv. indexu čisté inflace. Inflační cíl byl stanoven pouze na poslední měsíc v daném kalendářním roce a to následujícím způsobem:

Tabulka 5 Inflační prognózy a plnění inflačních cílů v letech 1998 až 2002

Rok	Inflační cíl	Roční predikce	Skutečná inflace
1998 (prosinec)	5,5 až 6,5 %	6,7 %	1,7 %
1999 (prosinec)	4,0 až 5,0 %	4,0 až 4,3 %	1,5 %
2000 (prosinec)	3,5 až 5,5 %	2,5 až 4,1 %	3,0 %
2001 (prosinec)	2,0 až 4,0 %	1,7 až 3,4 %	2,4 %

Zdroj: Převzato z Mandel, M. a Tomšík, V. (2003) Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice, s. 219, 2016-2-23

Vzhledem k tomu, že index čisté inflace příliš nevytěpšil úroveň inflačních prognóz, přistoupila Česká národní banka od roku 2002 ke dvěma systémovým úpravám. Začala cílovat veřejnosti srozumitelnější cenový index CPI, který měří vývoj cenové hladiny určitého spotřebního koše obsahujícího některé zboží a služby. Je vybírán tak, aby reprezentoval spotřební návyky průměrného občana. Používá se k stanovení růstu životních nákladů a jeho hodnota se zveřejňuje jednou měsíčně. Dále bylo rozhodnuto, že smyslem cílování inflace by nemělo být dosahování požadované inflace pouze na konci kalendářního roku, ale udržet inflaci v určitém koridoru. Tento koridor byl určen pro leden 2002 ve výši 3 až 5 % a konečnými hodnotami na konci roku 2005 na úrovni 2 až 4 %. Od počátku roku 2006 byl inflační cíl stanoven v podobě jedné hodnoty, která byla v tomto roce stanovena na 3 %, což odpovídalo středu cílového pásma v roce 2005. Současně se ČNB zavázala, že bude reagovat svou měnovou politikou tak, aby se inflace od tohoto cíle neodchýlila o více než jeden procentní bod oběma směry. Inflační cíl byl od ledna 2010 snížen na 2 % s tolerančním pásmem ± 1 % a tato hodnota je platná dodnes. ČNB i nadále chápe své inflační cíle jako střednědobé, od nichž se skutečná inflace může přechodně odchýlit v důsledku exogenních šoků. Jedním z takových šoků

jsou úpravy nepřímých daní, na jejichž primární dopady měnová politika standardně nereaguje a soustředí se pouze na jejich sekundární dopady. (Mandel a Tomšík, 2003)

Již v roce 1999 bylo dosaženo snížení inflace a obnovení ekonomického růstu. Inflace spotřebitelských cen se pohybovala pod hranicí 5 % a měnová politika ČNB se dařila s výjimkou roku 2008, kdy inflace v důsledku ekonomické krize vzrostla nad 6 % a byl také zpomalen ekonomický růst. (Historie ČNB. Měnová politika. [online], cit. 25-2-2016)

2.9.1 Vstup ČR do Evropské unie

Česká republika usilovala o vstup do Evropské unie již od svého vzniku v roce 1993 a oficiální žádost v plném plnění podala 23. ledna 1996. Od roku 1998 do roku 2002 probíhala přístupová jednání. Česká republika vstoupila do Evropské unie spolu s dalšími devíti zeměmi dne 1. května 2004. Počet členských států je v roce 2016 celkem 28 a jako celek je po Číně a Indii třetí nejlidnatější. Vstupem do Evropské unie se Česká republika zavázala k budoucímu přijetí jednotné evropské měny – eura. Při přijetí eura je ale nutné splňovat tzv. maastrichtská kritéria (Tabulka 6), jež vymezují oblast, do které se musí kandidátské země k přijetí eura vejít. (Historie ČNB. Měnová politika. [online], cit. 26-2-2016)

V roce 2003, ještě před vstupem do EU byla Českou národní bankou ve spolupráci s vládou ČR přijata tzv. „Strategie přistoupení České republiky k euru“, jejímž základem bylo pravidelné vyhodnocování, zda Česká republika plní konvergenční kritéria a sladěnost české ekonomiky s ekonomikou eurozóny. Přijetí eura se předpokládalo v letech 2009 až 2010 v takovém případě zdali:

- Budou plněna konvergenční kritéria vč. konsolidace veřejných financí,
- bude dosažena dostatečná úroveň reálné konvergence,
- bude dosažen adekvátní pokrok v oblasti strukturálních reforem.

Tabulka 6 Podmínky pro přijetí eura v roce 2014 - Maastrichtská kritéria

Kritérium	Definice	Referenční hodnota (2014)	Česko (2014)
Inflace	Nesmí být vyšší než 1,5 % nad průměrnou inflací tří zemí EU s nejnižší inflací	1,3 %	0,4 %
Schodek veřejných rozpočtů	Nesmí být vyšší než 3 % HDP	3 %	1,9 %
Státní dluh	Nesmí být vyšší než 60 % HDP	60 %	42,7 %
Dlouhodobé úrokové sazby	Nesmí být vyšší než 2 % nad sazbami tří zemí EU s nejnižší inflací	3,8 %	1,6 %
Účast v systému ERM II	Minimálně 2 roky bez velkých kurzových výkyvů	2 roky	Není v ERM II

Zdroj: vlastní zpracování

V každoročním vyhodnocení Ministerstva financí a ČNB bylo vždy vyhodnoceno plnění maastrichtských kritérií, tak i pokrok v ekonomické sladěnosti a strukturálních reformách. Strategie byla aktualizována v roce 2007 a žádný oznamovací termín v té době neobsahovala. Hlavním důvodem pro odložení přijetí eura byla nedostatečná konsolidace veřejných financí a nedostatečná flexibilita na trhu práce. Po propuknutí evropské dluhové krize se úvahy o přijetí eura znovu odložily z důvodu nejistoty dlouhodobé udržitelnosti společné evropské měny. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 27-2-2016)

V důsledku hospodářské a finanční krize na přelomu let 2008 a 2009 se plány na rozšiřování eurozóny oddálilo i v dalších státech a v současné chvíli se členské státy soustředí hlavně na udržení stability v eurozóně a zlepšení konkurenceschopnosti hospodářství v EU. Měnová politika zemí, které již euro přijaly, je řízena Evropskou centrální bankou, která spolu s centrálními bankami zemí EU vytváří Evropský systém centrálních bank. ČNB se stala členem po vstupu České republiky do Evropské unie. Součástí této spolupráce je sjednocování pravidel obezřetného podnikání, harmonizace dohledu nad bankami s dalšími subjekty finančního trhu a sledování finanční stability. V roce 2011 jako reakce na

evropskou hospodářskou krizi vzniklo ustanovení nových evropských orgánů na dohled nad finančním trhem. V těchto orgánech je zastoupena i Česká národní banka. (Vencovský, 2013)

2.9.2 Měnová politika a světová finanční a hospodářská krize

Zřejmě nejtěžší zkouškou prošel režim cílování inflace po roce 2008, kdy vypukla světová finanční krize, která začala boomem na realitním trhu ve Spojených státech. V České republice se krize projevila v roce 2008 a přispěla k tomu právě hypoteční krize v USA a následně i výrazné snížení ceny ropy, kterou zapříčinil oslabený dolar. Průmyslová produkce v ČR se snížila o 17,4 % a hodnota nových zakázek klesla o 30,2%. (Hospodářská krize v ČR. [online].)

Vzhledem ke značné otevřenosti české ekonomiky se světová finanční a hospodářská krize v české ekonomice projevila především prostřednictvím poklesu exportu, což omezilo ekonomický růst a přispělo k růstu nezaměstnanosti. ČNB rychle reagovala na zmíněné okolnosti a stala se jednou z prvních centrálních bank na světě, která vzhledem k prohlubující se krizi začala uvolňovat svou měnovou politiku a postupně snižovala úrokové sazby již od srpna 2008. ČNB však nebyla nucena používat nekonvenční nástroje jako jiné centrální banky a díky tomu český bankovní sektor v době krize disponoval značným přebytkem likvidity, kterou ČNB od bank pravidelně stahuje. V tu dobu se projevila důležitost plovoucího měnového kurzu, který v důsledku krize oslabil, což vedlo k růstu exportu a poklesu poptávky s klesajícími cenami. Finanční systém zůstal i přes určité problémy stabilní.

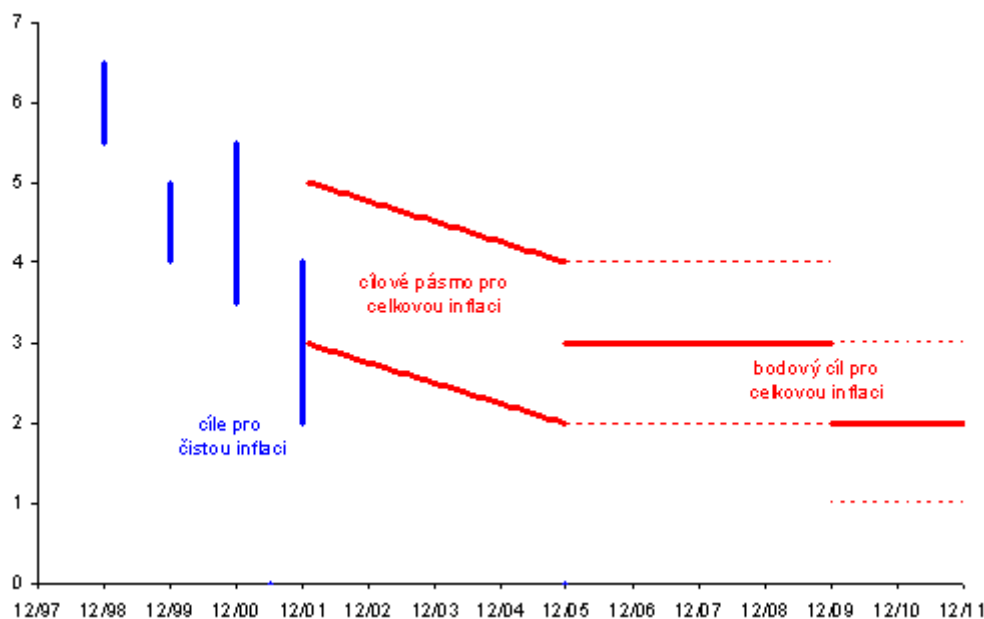
Na podzim roku 2012 však ČNB byla nucena snížit měnově politické úrokové sazby až k tzv. technické nule a to vzhledem k ekonomické stagnaci, růstu nezaměstnanosti a poklesu inflace. Následně se však ukázalo, že je třeba dalšího uvolnění měnové politiky. České ekonomice hrozilo, že se dostane do dlouhodobé deflace, a proto se na podzim 2013 ČNB rozhodla v souladu se svým zákonným mandátem začít využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 7-3-2016)

3 Současná měnová politika a devizové intervence

Podle Ústavy ČR a zákona o České národní bance je hlavním cílem ČNB péče o cenovou stabilitu. Centrální banka také podporuje hospodářskou politiku domácí vlády, pokud není tento vedlejší cíl v rozporu s cílem hlavním. Cenové stability ČNB dosahuje změnami v nastavení měnových podmínek s využitím svých nástrojů, zejména základních úrokových sazeb. Rozhodování bankovní rady ČNB o nastavení měnové politiky vychází z aktuální makroekonomické prognózy a vyhodnocení rizik jejího naplnění. Česká národní banka jedná v souladu se zásadou otevřeného tržního hospodářství. (6/1993 Sb. Zákon České národní rady)

Úloha měnové politiky ČNB je právně kodifikována v ustanoveních článku 98 Ústavy ČR a § 2 zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, které jí ukládají zabezpečovat především cenovou stabilitu a podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Podstatou měnové politiky centrální banky je stabilita spotřebitelských cen, čímž se se rozumí jejich mírný růst. V roce 2006 byl vyhlášen inflační cíl 3 % s tolerančním pásmem jednoho procentního bodu oběma směry. Tento inflační cíl (Graf 5) byl v roce 2007 změněn na 2 % se stejným tolerančním pásmem. Pokud bude inflace, neboli opakovaný růst většiny cen v dané ekonomice, vysoká, bude mít negativní důsledky pro dynamiku hospodářského růstu. Potvrzují to dlouhodobé empirické zkušenosti z vývoje ve světové ekonomice. (Historie ČNB. Měnová politika. [online]., cit. 10-3-2016)

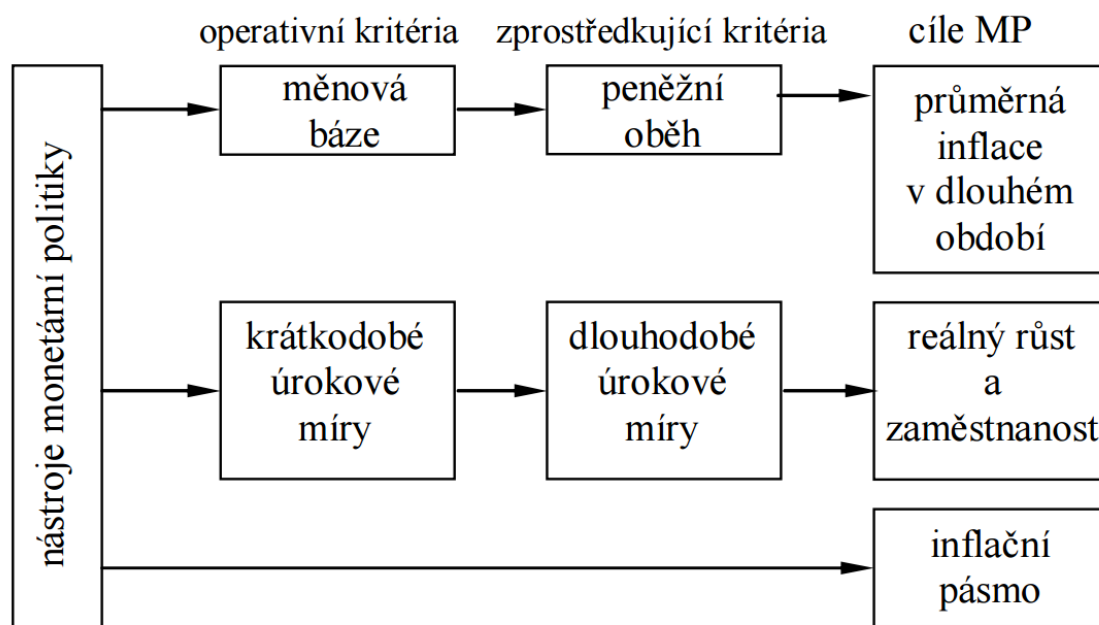
Graf 5 Inflační cíle ČNB od zavedení cílování inflace



Zdroj: www.cnb.cz/menova_politika/cilovani

3.1 Vybrané nástroje monetární politiky ČNB

Centrální banka používá k prosazení svých měnově politických cílů několik různých nástrojů, které ovlivňují fungování jednotlivých komerčních bank a zároveň i chod celé ekonomiky. Centrální banka při provádění monetární politiky ovlivňuje množství peněz v oběhu nebo úrokovou míru, čímž dosahuje konečných cílů monetární politiky, cenové stability nebo například zaměstnanosti. Mechanismus zabezpečení cílů monetární politiky ukazuje tzv. transmisní mechanismus monetární politiky, který si lze představit jako řetězec ekonomických vazeb, které centrální banka využívá pro dosažení stanovených cílů. Využívání těchto nástrojů záleží vždy na možnostech a postavení centrální banky. U méně samostatných centrálních bank mohou o použití nástrojů a jejich konkrétní podobě rozhodovat i další subjekty, viz direktivní řízení. Nástroje monetární politiky lze členit podle různých hledisek a zde jsou vybrány aktuální nástroje ČNB.



Obr. 10 Transmisní mechanismus monetární politiky

Zdroj: Paulík, T. (2007) HOSPODÁŘSKÁ POLITIKA pro neekonomické fakulty, s. 51, 2016-03-05

3.1.1 Operace na volném trhu

Operace na volném trhu jsou činnosti prováděné z iniciativy centrální banky na finančním trhu s domácí měnou. Tento nástroj centrální banky je dnes možné označit za nejpoužívanější. Smyslem tohoto nástroje je usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Operace na volném trhu jsou většinou prováděny ve formě repo operací (v ČR tzv. dvoutýdenní repo sazby). Z hlediska cíle a pravidelnosti lze operace na volném trhu rozdělit následujícím způsobem. (Černohorský a Teplý, 2011)

- **Hlavní měnový nástroj** má podobu repo operací prováděných formou tendrů. Základní doba trvání těchto operací je stanovena na 14 dní, proto je z hlediska měnové politiky chápána jako klíčová dvoutýdenní repo sazba neboli 2T repo sazba.
- **Doplňkový měnový nástroj** má podobu tříměsíčního repo tendru, v němž ČNB přijímá likviditu na období tří měsíců. V současnosti tento nástroj ČNB nevyužívá, poslední tříměsíční tendr byl vypsán v lednu 2001.

- **Nástroje jemného ladění** (devizové operace, operace s cennými papíry) používá ČNB ad hoc. V praxi je použití těchto nástrojů spíše výjimečné.

Tabulka 7 Aktuální operace ČNB na volném trhu

Repo tendry				
Oznámení				
Den obchodu	04.03.2016	02.03.2016	29.02.2016	29.02.2016
Směr repo operace	stahovací	stahovací	dodávací	stahovací
Počáteční den	04.03.2016	02.03.2016	02.03.2016	29.02.2016
Koncový den	18.03.2016	16.03.2016	16.03.2016	14.03.2016
Minimální objem objednávky (mil. Kč)	300	300	10	300
Maximální počet objednávek	2	2	1	2
Limitní repo sazba (% p.a.)	0,05	0,05	0,15	0,05
Uzávěrka pro příjem objednávek	10:00		13:00	10:00
Výsledky				
Minimální repo sazba (% p.a.)	0,05	0,05	---	0,05
Průměrná repo sazba (% p.a.)	0,05	0,05	---	0,05
Maximální repo sazba (% p.a.)	0,05	0,05	---	0,05
Koeficient uspokojení (%)	100	100	---	100
Výsledný objem (mld Kč)	36,400	47,400	47,400	21,900

Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/penezni_trh/tendry

3.1.2 Automatické facility

Centrální banka používá tzv. automatické facility k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc. Jde o kombinaci vkladů bank uložených přes noc u centrální banky a úvěrů bank čerpaných přes noc od centrální banky. (Revenda a kol., 2008)

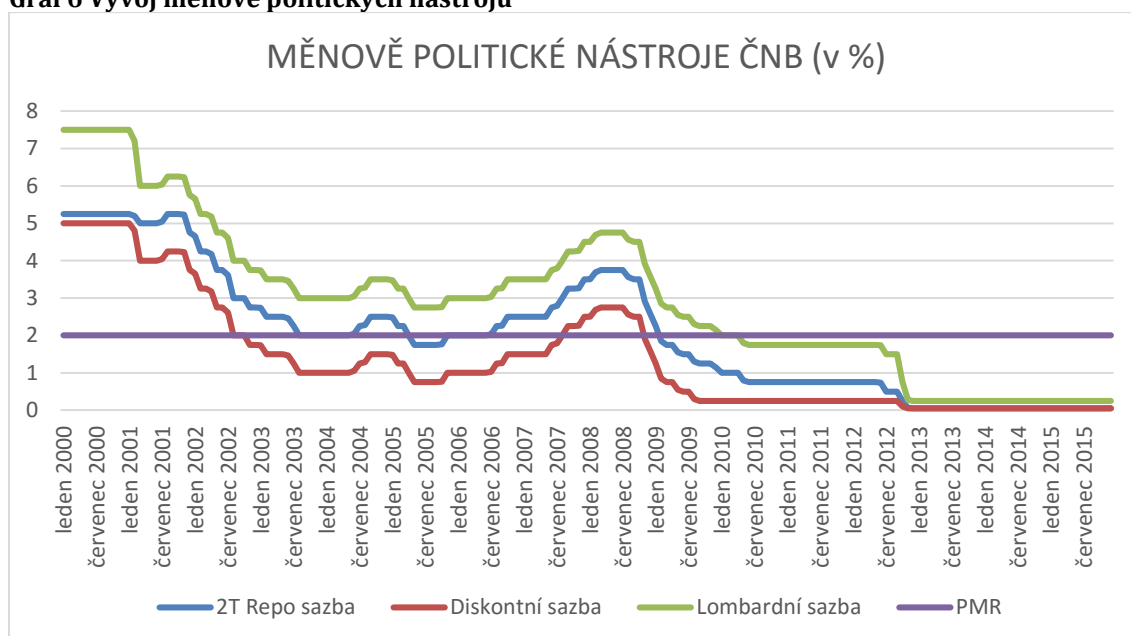
- **Depozitní facility** poskytuje bankám možnost uložit přes noc u ČNB bez zajištění svou přebytečnou likviditu a mohou požádat centrální banku o jejich úročení. Depozita jsou úročena diskontní sazbou. Diskontní sazba proto zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.
- **Úvěrová (zápůjční facility)** poskytuje bankám, které mají s ČNB uzavřenou rámcovou repo smlouvu, možnost vypůjčit si přes noc od ČNB formou repo operace likviditu. Finanční prostředky v rámci této facility jsou úročeny lombardní sazbou. Lombardní sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB má právo z

mimořádných měnově politických důvodů dočasně omezit poskytování lombardních úvěrů.

3.1.3 Povinné minimální rezervy

PMR jsou jedním ze základních nástrojů měnové politiky, kterým může centrální banka ovlivňovat objem volných prostředků v bankovním systému. Jsou hybridním nástrojem mezi administrativními a tržními nástroji. Jedná se o určení povinné procentuální míry rezerv z klientských vkladů. V ČR slouží zejména jako rezerva prostředků pro hladký průběh mezibankovního platebního styku a to z důvodu přebytku likvidity.

Graf 6 Vývoj měnově politických nástrojů



Zdroj: vlastní zpracování

3.1.4 Devizové intervence

Dalším nástrojem centrální banky jsou devizové intervence, jejichž cílem je regulovat kurz tuzemské měny. Jedná se tedy o ovlivňování vztahu mezi nabídkou a poptávkou na devizových trzích, s cílem ovlivňovat vývoj měnového kurzu tuzemské měny k měnám zahraničním. Kurzové intervence lze provést dvěma způsoby.

3.1.4.1 Nepřímé intervence

Nepřímé intervence spočívají ve změně úrokových sazeb centrální banky, přičemž růst úrokových sazeb by měl docílit přílivu zahraničního kapitálu a pokles k odlivu. Tyto změny posléze vedou ke změně vztahů mezi poptávkou a nabídkou zahraniční měny za měnu domácí a to vyvrcholí změnou kurzu. (Revenda, Mandel, Kobera, Musílek, Dvořák, Brada, 2008)

3.1.4.2 Přímé intervence

Mnohem častěji než nepřímé intervence jsou centrální bankou používány přímé intervence, kdy centrální banka nakupuje domácí měnu za zahraniční měny. Provedení přímé intervence se odvíjí od vývoje a systému měnového kurzu. V režimu fixního kurzu jsou prováděny povinně, v dalších systémech pak dobrovolně. Použití devizových intervencí jako nástroj proti deflačním rizikům doporučila Česká republika v roce 2013 i hodnotící mise Mezinárodního měnového fondu. Česká národní banka provedla tyto intervence z důvodu podpory obecné hospodářské politiky vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a překonání nejdelší hospodářské recese v samostatné české historii, jejíž pokračování by nebylo v zájmu většiny firem ani občanů. (Dittrichová a kol., 2014)

4 Devizový kurz a jeho dopady na firmu

Bankovní rada ČNB se rozhodla používat měnový kurz jako nástroj měnové politiky dne 7. listopadu 2013, kdy zahájila devizové intervence. Toto rozhodnutí udělala centrální banka již na podzim roku 2012 a po dosažení nulové spodní hranice úrokových sazeb se rozhodla používat jako další nástroj kurz české koruny. Pro další vývoj měnového kurzu to znamená, že ČNB nepřipustí posílení koruny od stanovené hranice 27 CZK/EUR. Tomuto posílení ČNB brání prodejem korun a nákupem cizích měn. Pokud se kurz vzdálí hladině 27 CZK/EUR opačným směrem, nechává ČNB kurz koruny pohybovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. V prohlášení bankovní rady ze 4. února 2016 stojí, že Česká národní banka neukončí používání kurzu jako nástroje měnové politiky dříve než v roce 2017.

Oslabený kurz koruny vede ke zvýšení dovozních cen, a tím i celkové cenové hladiny v tuzemsku. Vliv růstu dovozních cen předpokládá nižší koupěschopnost domácností, jejich poptávka však může být přeměrována k domácím zboží a službám a podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Oslabený kurz podporuje české vývozce a tím roste ziskovost tuzemských exportních firem a jejich ochota investovat stoupá. Oživení výroby přispívá k růstu zaměstnanosti a navyšujících se mezd a kupní síla domácností stoupá.

ČNB je rozhodnuta intervenovat tak dlouho, jak bude nutno k plnění jejího inflačního cíle. Devizové intervence skončí okamžikem, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku, což bude dosaženo ukončením intervencí a následně také zvýšením úrokových sazeb nad technicky nulovou a zároveň současnou úroveň. Přitom lze předpokládat, že potřeba uvolněné měnové politiky bude trvat delší období.

Tato část práce je zaměřená na dopady kurzových intervencí v praxi. Pro tyto účely byla domluvena spolupráce mezi autorem práce a společností PETROF, s.r.o. se sídlem v Hradci Králové. V rámci osobní, mailové nebo telefonní komunikace firma poskytla materiály a data z účetních a obchodních podkladů o prodeji v letech

2010 až 2015. Vzhledem k přechodu firmy na nový informační systém nemoha být poskytnuta starší data. Tyto materiály jsou použity pro další zpracování.

Nejdříve bude v této kapitole popsána metodika zkoumání. Dále bude blíže představena společnost PETROF, s.r.o., kde bude popsána její oblast podnikání, historie a také příklad zajištění kurzu, kdy tato firma využila jeden z finančních derivátů, respektive forward. Následně bude vytvořen příklad, jakým způsobem devizové intervence přispěly ke kurzové jistotě či nejistotě od jejich zavedení na konci roku 2013 a tento případ bude porovnán se zajištěním kurzu v době před intervencemi pomocí jednoho z finančních derivátů. Tím budou forwardy převzaté od společnosti EXCON Steel, jelikož firma PETROF se proti kurzovému riziku pomocí finančních derivátů standardně nezajišťuje. Závěrem bude provedeno shrnutí dané problematiky.

4.1 Metodika zkoumání

Pro zpracování praktické části budou popsány dopady uvolněné měnové politiky ČNB a využití finančních derivátů k zajištění kurzového rizika exportní společnosti PETROF, s.r.o. S vytvořením modelových studií byly využity forwardy převzaté od společnosti EXCON Steel, a.s. z diplomové práce od Jana Šimka (2013).

Modelové studie vychází z účetních a obchodních podkladů firmy PETROF. Analyzovány budou 2 dlouhodobé kontrakty s ruským respektive čínským odběratelem, na které budou aplikovány převzaté forwardové kurzy. Obchodní případy budou podobným způsobem aplikovány na kurzový závazek České národní banky, která intervnuje od listopadu 2013. Kvalitativní výzkum je zakončen zhodnocením volatility kurzu české koruny a dopadů devizových intervencí a závěry nad zpracovanou problematikou.

4.2 Představení společnosti

Společnost PETROF, s.r.o. je v současné době největším výrobcem klavírů a pianin v Evropě. Jedná se o tradiční firmu, kterou v roce 1864 založil Antonín Petrof v Hradci Králové a během 35 let se mu s pomocí rodiny podařilo z malé dílny vybudovat prosperující továrnu vyvážející klavíry a pianina do celého světa. Základem úspěchu je poctivá ruční práce, pečlivý výběr materiálů, zkušení

řemeslníci a inovace. Mnohé se během 150 let existence firmy změnilo, ale tyto hodnoty, které pomohly PETROFU stát se jedním z předních světových výrobců, u nás vyznáváme i dnes. PETROF je rodinná firma, v jejímž čele stojí Mgr. Zuzana Ceralová Petrofová, představitelka páté generace. Jedná se o exportní firmu vyvážející své zboží do více než 70 zemí po celém světě.



Obr. 11 Logo PETROF

Zdroj: www.petrof.cz

Vyrobeno bylo již přes 625 tisíc nástrojů, mezi které patří například pianina, klavíry, luxusní nábytek či repro soupravy a i díky tomu si firma vysloužila již mnoho medailí, ocenění či certifikátů. Cílem společnosti je tradičně spokojený zákazník a její vizí je upevnit si pozici tradičního největšího výrobce pian a posílit vnímání značky PETROF. Kromě výroby by se chtěla firma angažovat také na hudební vzdělávání.

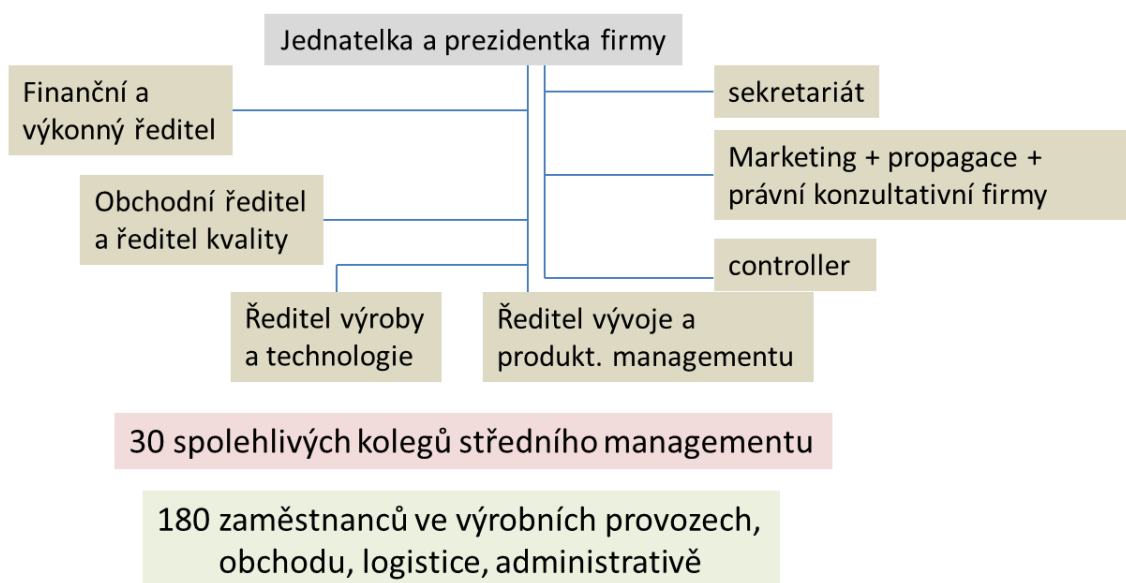
V historii si firma prošla různými formami krize, kdy například v roce 1866 byla kvůli prusko-rakouské válce výroba přerušena, nebo později v roce 1948 byla firma znárodněna podobně jako ostatní podniky v té době. V období totality od roku 1948 až 1989 byli členové rodiny PETROF vězněni a také jim byl odebrán veškerý majetek. Převratem byl rok 1991, kdy se datuje nástup Ing. Jana Petrofa do továrny a začátek privatizace.

	2002	2012
Roční obrát	1 000 mil. Kč	220 mil. Kč
Zaměstnanci	1 000	220
Majetková suma	1 000 mil. Kč	400 mil. Kč
Počet továren	5	1
Úvěry	400 mil. Kč	50 mil. Kč

Obr. 12 Porovnání výsledků v letech 2002 a 2012

Zdroj: Prezentace Mgr. Zuzana Ceralové Petrofové na HED 2015

Příčinou krize společnosti PETROF byla ztráta majoritního obchodního partnera, bankrot strategického dodavatele či přebírání zkušených zaměstnanců konkurentem. Docházelo také k padělání jubilejního nástroje a zneužití značky PETROF. Firmě nepomohlo ani dlouhodobé posilování koruny. Bylo nutné provést změny, které vyvedly firmu z krize. První z nich bylo výrazné snižování nákladů všeho druhu, ať už výrobních, osobních či prodej zbytného majetku. Dalším bylo maximální oddlužení firmy u bank a změna obchodní a marketingové politiky, kdy se PETROF přeorientoval ze západních na východní trhy. Nutné bylo udržet si klíčové zaměstnance a pozitivní PR.



Obr. 13 Vedení a kultura firmy

Zdroj: Prezentace Mgr. Zuzana Ceralové Petrofové na HED 2015

4.3 Případové studie

V této praktické části bude znázorněno, jak se v reálu projeví devizový kurz pro exportní společnost. Porovnávají budou kurzová zajištění jak ze strany firmy, tak ze strany ČNB, která jak již bylo dříve zmíněno, zahájila devizové intervence po setkání bankovní rady dne 7. listopadu 2013. Společnost se svými zahraničními partnery obchoduje převážně v eurech a u své banky má zařízené účty v eurech, amerických dolarech a českých korunách. Hodnoty se přepočítávají hlavně z účetních důvodů.

4.3.1 Zajištění pomocí měnových forwardů

Firmy se v České republice, která je zemí s otevřenou ekonomikou, vystavují riziku pohybu směnných kurzů a zejména u obchodních kontraktů s delší dobou splatnosti se může změna kurzu vyústit ve ztrátu z předmětné zakázky. Finanční toky, jenž plynou ze zahraničních aktivit se podílejí na celkovém obratu společnosti a zásadně tak ovlivňují její konkurenceschopnost na domácích a zahraničních trzích. Firma PETROF je z 90 % exportní společností a jako největší evropský výrobce pian vyváží do více než 60 zemí světa:

- 36 % Asie + Austrálie
- 35 % východní Evropa
- 25 % západní Evropa
- 4 % Amerika

Jelikož firma PETROF pravidelně žádný z finančních derivátů pro zajištění kurzu nevyužívá, budou v této části interpretovány forwardy uzavřené jinou společností. Pro případovou studii byl forward vybrán právě proto, že se jedná o nejpoužívanější nástroj k zajištění pohybů směnných kurzů. Forward je smlouva o nákupu či prodeji daného množství cizí měny za předem pevně stanovený kurz. Forwardové operace se standardně používají na období do 1 roku, ale výjimkou nejsou ani delší období zajišťování. Firmě tak poslouží k dlouhodobému plánování. S měnovými forwardy obchodují také spekulanti, kteří chtějí využít očekávaných pohybů měnových kurzů k rozmnožení svého majetku.

Vypořádání měnového forwardu může proběhnout v den jeho splatnosti fyzickou dodávkou podkladových nástrojů, popřípadě dohodou obou partnerů před splatností kontraktu o vypořádání reálné hodnoty forwardu.

U měnových forwardových kurzů rozlišujeme tři základní charakteristiky:

- Spotový měnový kurz,
- forwardový měnový kurz,
- úrokové míry na prodej a nákup obou zúčastněných měn.

4.3.1.1 Spotový měnový kurz

Měnový kurz je numerická proměnná vyjadřující kvantitativní vztah dvou měn. Často se také měnový kurz vymezuje jako hodnota jedné měny vyjádřena v jednotkách měny druhé. Způsob zapsání měnového kurzu se nazývá kotace, nejčastěji přímá kotace. V té se na první místo v měnovém páru staví vždy domácí měna a za ni měny zahraniční, například CZK/EUR. Vyjadřuje, kolik jednotek domácí měny (CZK) je potřeba na jednotku měny zahraniční (EUR). (Dittrichová, Soukal, 2014) Níže je možné vidět měnový kurz české koruny vůči euru dle kurzů vyhlášených ČNB ze dne 16. 3. 2016:

$$\text{měnový kurz } \frac{CZK}{EUR} = \frac{27,05 \text{ jednotek měny CZK}}{1 \text{ jednotka měny EUR}}$$

Měnový trh můžeme rozdělit také z časového hlediska, konkrétně na spotový trh a derivátový trh. Na spotovém měnovém trhu dochází obvykle k vypořádání kontraktu do dvou pracovních dnů, na rozdíl od derivátového měnového trhu, kde vypořádání bývá delší, než je obvyklé na spotovém trhu.

4.3.1.2 Forwardový měnový kurz

Forwardový měnový kurz se používá při obchodování s měnovými forwardy a jedná se o měnový kurz s vypořádáním převyšujícím obvyklou dobu vypořádání pro spotové kontrakty, která bývá 2 pracovní dny. Pro stanovení forwardového kurzu musíme znát spotový měnový kurz a úrokovou míru obou měn vystupujících v kontraktu. Pro výpočet forwardového měnového kurzu CZK/EUR pro firmu zajišťující se proti kurzovému riziku se používá následující vzorec:

$$FR \left(\frac{CZK}{EUR} \right) = SR \left(\frac{CZK}{EUR} \right) * \frac{(1 + PRIBOR * \frac{t}{360})}{(1 + EURIBOR * \frac{t}{360})}$$

Proměnné jsou v následující tabulce (Tabulka 8):

Tabulka 8 Popis proměnných pro výpočet forwardového měnového kurzu

Proměnná	Popis proměnné
FR (CZK/EUR)	Forwardový měnový kurz
SR (CZK/EUR)	Spotový měnový kurz
PRIBOR	Spotová úroková míra CZK
EURIBOR	Spotová úroková míra EUR
t	Dny

Zdroj: vlastní zpracování

Uzavření měnového forwardu se používá pro tzv. hedging, neboli zajištění kurzového rizika. Firma užitím termínové operace uzavírá otevřenou devizovou pozici z důvodu zajištění proti vzniku kurzové ztráty v důsledku posílení domácí měny.

Použití forwardu pro exportní společnost je typické pro příklad, kdy firma vystaví fakturu pro zahraničního odběratele například 30. března, která je z různých důvodů splatná za 3 měsíce 30. června. Na tyto 3 měsíce tím firma vystavuje riziko na pohyb směnného kurzu. Za předpokladu, že hodnota objednávky je 50000 EUR, se firma proti tomuto riziku zajistí prodejem 50000 EUR na forward. Banka nakoupí 30. března zmíněných 50000 EUR se splatností 30. června. Banka ještě v den nákupu prodá 50000 EUR na mezibankovním trhu valutou spot za aktuální kurz, například 27,15 EUR/CZK. Prostřednictvím swapové operace banka uzavře svou pozici a kryje devizové riziko. Získané CZK banka uloží za aktuální sazbu PRIBOR. Prodávaná eura si na 3 měsíce banka půjčuje za ukládací sazbu EURIBOR. Tuto půjčku banka splatí eury obdrženými od exportní společnosti dne 30. června. Ztráta, kterou banka realizuje na rozdílu zápůjční a ukládací sazby se odrazí na výsledném forwardovém kurzu. Předpokládejme následující sazby:

- PRIBOR tříměsíční zápůjční: 2,05 %
- EURIBOR tříměsíční ukládací: 3,14 %

Při dosazení do vzorce dostáváme následující forwardový kurz:

$$27,08 \left(\frac{CZK}{EUR} \right) = 27,15 \left(\frac{CZK}{EUR} \right) * \frac{(1 + 0,0205 * \frac{90}{360})}{(1 + 0,0314 * \frac{90}{360})}$$

Výsledný kurz 27,08 EUR/CZK, kterým banka 30. června od exportní firmy eura odkoupí, bude méně výhodný než aktuální spotový kurz. Forwardový kurz se firmě vyplatí v případě, kdy česká koruna bude posilovat proti euru během následujících třech měsíců o více než 0,07 CZK/EUR.

1. Forward s participací nahoru (Forward extra)

Situace:

- Klient se chce zajistit proti posilování CZK, zároveň ale chce participovat na limitovaném oslabení CZK.

Nabídka řešení:

- Klient koupí Forward extra na prodej EUR za CZK ke konkrétnímu datu.

Měnový pár	EUR/CZK
Nominální objem	200 000 EUR
Den obchodu	07. 11. 2013
Rozhodný den	05. 12. 2013 – 04. 11. 2014
Den splatnosti	Rozhodný den + 2 pracovní dny

	Varianta 1
Konverzní kurz (EUR/CZK)	26,400
Horní hranice (EUR/CZK)	27,300
Participační kurz (EUR/CZK)	26,400 – 27,300

Situace v Rozhodný den:

Pokud se fixing EUR/CZK Evropské centrální banky (fixing ECB) v Rozhodný den nacházel na anebo pod Konverzním kurzem

⇒ **Klient prodá bance Nominální objem za Konverzní kurz**

Pokud se fixing ECB v Rozhodný den nacházel nad Konverzním kurzem a zároveň pod Horní hranicí

⇒ **Klient nemá žádné závazky ani pohledávky z tohoto obchodu vůči bance (může prodávat libovolný objem za aktuální kurz)**

Pokud se fixing ECB v Rozhodný den nacházel na anebo nad Horní hranicí

⇒ **Klient prodá bance Nominální objem za Konverzní kurz**

8. 11. 13




PETROF
 PIANOS SINCE 1864
 PETROF, spol. s r.o.
 Na Břmě 1955, 500 06 Hradec Králové
 IČ: 47029A34, DIČ: CZ62028634 [1]

Obr. 14 Forward uzavřený společností PETROF

Zdroj: osobní konzultace, obchodní dokumenty firmy PETROF, s.r.o.

4.3.1.3 Obchodní případ s LLC SALON «ACCORD»

Firma PETROF pravidelně dodává své produkty do Ruska společnosti LLC SALON «ACCORD». V letech 2011 a 2012 dodala zboží v hodnotě necelých 23 milionů korun. Jelikož firma PETROF v reálu průběžně nepoužívá finanční deriváty pro zajištění kurzového rizika, budou použity forwardy dnes již trvale uzavřených strojíren EXCON Steel, a.s. znázorněných v následujících tabulkách.

Tabulka 9 Forwardy společnosti EXCON Steel splatné v roce 2011

Číslo obchodu	GID	Datum obchodu	Datum splatnosti	První měna	Objem	Druhá měna	Kurz obchodu
49750018		05.01.2011	19.07.2011	EUR	200000	CZK	24,7
50256647		24.05.2011	29.07.2011	EUR	376000	CZK	24,44
50380119		24.06.2011	29.07.2011	USD	47000	CZK	17,03
49750020		05.01.2011	17.08.2011	EUR	650000	CZK	24,7
50256661		24.05.2011	31.08.2011	EUR	176000	CZK	24,44
49750022		05.01.2011	19.09.2011	EUR	200000	CZK	24,7
49750032		05.01.2011	19.10.2011	EUR	200000	CZK	24,7
49750036		05.01.2011	18.11.2011	EUR	200000	CZK	24,7
50227993		17.05.2011	30.11.2011	EUR	170000	CZK	24,24
49750040		05.01.2011	19.12.2011	EUR	650000	CZK	24,7
50237799		19.05.2011	02.01.2012	EUR	170000	CZK	24,3
50237828		19.05.2011	31.01.2012	EUR	170000	CZK	24,3
50380051		24.06.2011	31.01.3012	USD	150000	CZK	17,03
50105452		30.06.2011	18.07.2011	EUR	176000	CZK	24,29

Zdroj: Šimek, P. (2013) Finanční deriváty pro zajišťování kurzových rizik. (diplomová práce).

Objem je vyjádřen v eurech a kurz obchodu pak přímou kotací, tedy CZK/EUR, kdy například pro ochod s číslem 50938842 splatný 9. 11. 2011, jehož objem je 800 000 euro, byl sjednán forwardový kurz, který je 25,19 CZK/EUR.

Tabulka 10 Forwardy společnosti EXCON Steel splatné v roce 2012

Číslo obchodu	GID	Datum obchodu	Datum splatnosti	První měna	Objem	Druhá měna	Kurz obchodu
50706167		13.09.2011	31.01.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50746085		21.09.2011	31.01.2012	EUR	600000	CZK	24,66
50708170		13.09.2011	29.02.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50741533		20.09.2011	29.02.2012	EUR	150000	CZK	24,6
50872333		21.10.2011	29.02.2012	EUR	2300000	CZK	24,85
50406172		13.09.2011	30.03.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50741535		20.09.2011	30.03.2012	EUR	150000	CZK	24,6
50938842		09.11.2011	30.03.2012	EUR	800000	CZK	25,19
50748088		21.09.2011	27.04.2012	EUR	600000	CZK	24,66
50706175		13.09.2011	30.04.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50741537		20.09.2011	30.04.2012	EUR	150000	CZK	24,6
50706177		13.09.2011	31.05.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50741538		20.09.2011	31.05.2012	EUR	150000	CZK	24,6
50706184		13.09.2011	29.06.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50741539		20.09.2011	29.06.2012	EUR	150000	CZK	24,6
50706191		13.09.2011	31.07.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50746055		21.09.2011	31.07.2012	EUR	150000	CZK	24,66
50746090		21.09.2011	31.07.2012	EUR	600000	CZK	24,66
50605195		13.09.2011	31.08.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50746058		21.09.2011	31.08.2012	EUR	150000	CZK	24,66
50706197		13.09.2011	27.09.2012	EUR	150000	CZK	24,35
50746063		21.09.2011	27.09.2012	EUR	150000	CZK	24,66
50706200		13.09.2011	31.10.2012	EUR	150000	CZK	24,35

Zdroj: Šimek, P. (2013) Finanční deriváty pro zajišťování kurzových rizik. (diplomová práce).

V přechozích dvou tabulkách jsou barevně označeny forwardy, s kterými je počítáno v následující části příkladu, kdy jsou tyto forwardy společnosti EXCON Steel aplikovány na obchodní případ firmy PETROF s ruským odběratelem LLC SALON «ACCORD». Následující tabulka znázorňuje výnosy či ztráty z aplikovaných forwardů, které jsou označeny barevně.

První sloupec udává datum dokončení transakce a ve sloupcích vlevo jsou přijaté platby od odběratele v českých korunách a následně v eurech, z čehož je možné vypočítat, v jakém kurzu transakce proběhla. Barevně je označen použitý forward převzatý od společnosti EXCON Steel a v posledním sloupci je zaznamenán výnos, popřípadě ztráta z daného forwardu.

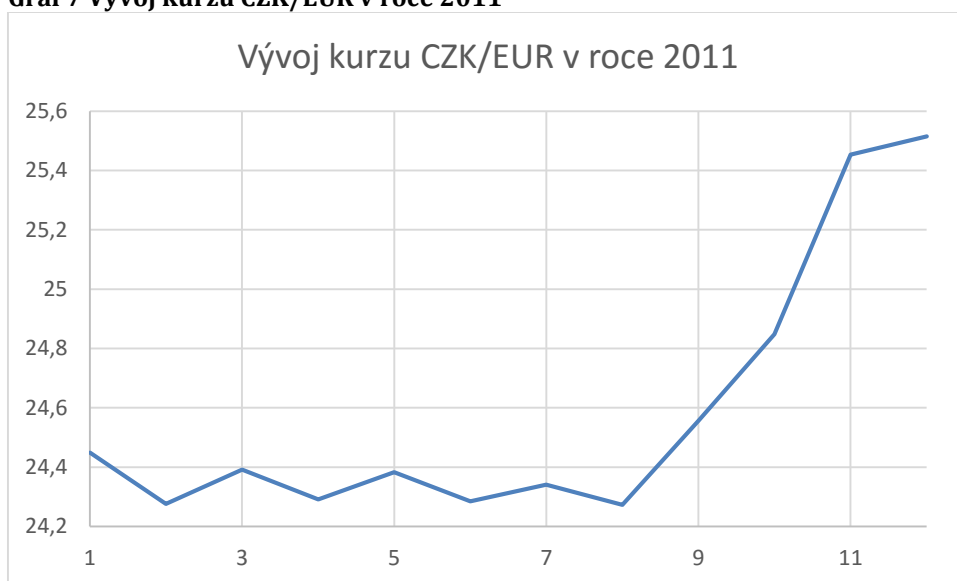
Tabulka 11 Aplikování forwardů na obchodní případ firmy PETROF s LLC SALON «ACCORD»

Datum dok.	Celkem (CZK)	Celkem (EUR)	Kurz transakce (CZK/EUR)	Forwardový kurz (od EXCON)	+/- (CZK)
17.08.2011	301516,80	12480,00	24,16	24,70	6739,20
17.08.2011	1259388,32	52127,00	24,16	24,70	28148,58
17.08.2011	2425591,52	100397,00	24,16	24,70	54214,38
06.10.2011	2318772,88	93217,00	24,88	24,70	-16312,98
06.10.2011	1616700,93	64993,00	24,88	24,70	-11373,83
18.11.2011	1161598,97	46399,00	25,04	24,70	-15543,67
18.11.2011	1892646,06	75600,00	25,04	24,70	-25326,06
18.11.2011	1415478,93	56540,00	25,04	24,70	-18940,93
	12391694,41	501753,00			1604,69
30.03.2012	1729481,65	69485,00	24,89	25,19	20845,50
30.03.2012	663990,53	26677,00	24,89	25,19	8003,10
30.03.2012	386292,80	15520,00	24,89	25,19	4656,00
15.08.2012	2915596,87	114991,00	25,36	24,35	-115566,02
15.08.2012	1333926,55	52610,00	25,36	24,35	-52873,05
24.10.2012	2034109,14	81121,00	25,08	24,35	-58812,79
24.10.2012	1050141,00	41880,00	25,08	24,35	-30363,00
26.10.2012	377754,88	15065,00	25,08	24,35	-10922,13
	10491293,42	417349,00			-235032,39

Zdroj: vlastní zpracování

Transakce v roce 2011 proběhly celkem ve 3 dnech v různé kvantitě a forwardový kurz byl pro všechny tyto 3 transakce stejný 24,70 CZK/EUR. Vždy byl použit forward, jehož datum splatnosti se nejvíce blížilo danému obchodnímu případu. Kurz transakce se však měnil dle vývoje měnového kurzu v roce 2011 (Graf 7), kdy česká koruna vůči euru na podzim posílila až o 1 korunu. Forward by se firmě PETROF v tomto případě v roce 2011 vyplatil díky transakcím ze 17. 8. 2011, kdy výnosy z kurzových rozdílů činí 89102 CZK a to i přes pozdější transakce z října a listopadu, kde je forwardový kurz ztrátový, konkrétně 87497 CZK. Ve výsledku to tedy znamená výnos z uzavření forwardového kurzu za rok 2011 v hodnotě necelých 1605 CZK.

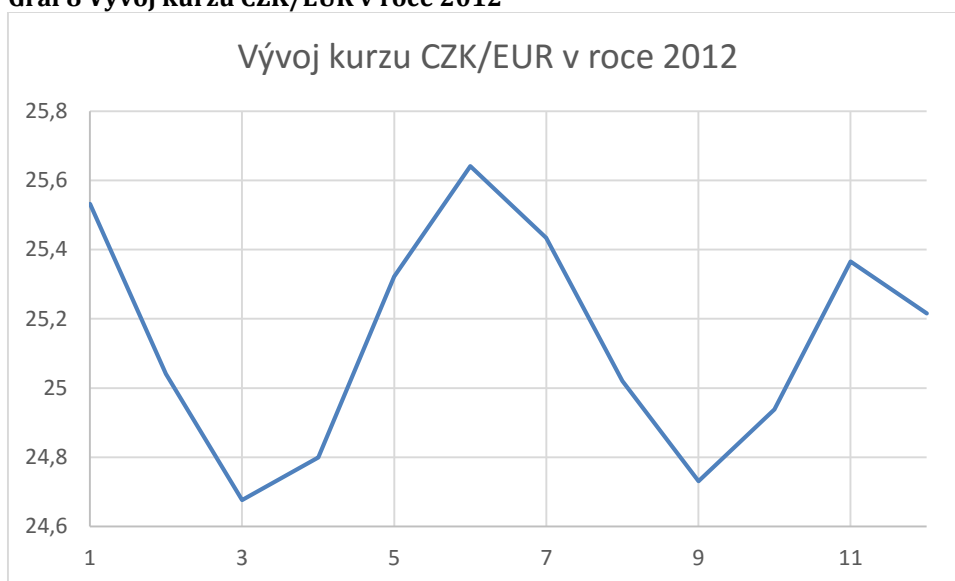
Graf 7 Vývoj kurzu CZK/EUR v roce 2011



Zdroj: www.kurzy.cz

Podobný průběh využití forwardu by byl i v roce 2012, ve kterém by se uzavřený forward vyplatil při transakcích 30. března. Při obchodu v srpnu a listopadu by však byly forwardy převzaté od firmy EXCON Steel ztrátové a to zejména při fakturách spatných 15. srpna, kdy přišla platba v hodnotě 167601 EUR. V tomto případě byl forwardový kurz (24,35 CZK/EUR) přibližně o 1 korunu na euro slabší než spotový kurz (25,36 CZK/EUR). Dle vývoje kurzu CZK/EUR je z Grafu 8 možné vidět výkyvy a tudíž se vybízela příležitost k výnosům z devizového kurzu za použití forwardu. Společnost EXCON Steel však forwardy uzavřela v nepravou chvíli a tak se jejich aplikování promítlo negativně i na obchodní případ s Ruskem pro společnost PETROF.

Graf 8 Vývoj kurzu CZK/EUR v roce 2012



Zdroj: vlastní zpracování, www.kurzy.cz

Uzavřené forwardy se zde jeví jako nevýhodné, jelikož ztráta plynoucí z jejich použití činí za rok 2011 a 2012 celkem -233427,70 CZK při objemu transakcí 22882987,83 CZK.

4.3.1.4 Obchodní případ s HAILUN PIANO CO., Ltd

Podobně jako do Ruska dodává firma PETROF své produkty také do Číny, kde obchoduje nejen v eurech, ale i amerických dolarech. Jedním z čínských odběratelů je HAILUN PIANO CO., Ltd. Podobně jako v přechozím příkladu zde budou aplikovány převzaté forwardy hradecké firmy EXCON Steel (Tabulka 12).

Tabulka 12 Forwardy využité s HAILUN PIANO CO., Ltd

Číslo obchodu	GID obchodu	Datum obchodu	Datum splatnosti	První měna	Objem obchodu	Druhá měna	Kurz obchodu
49750018		5.1.2011	19.7.2011	EUR	200000	CZK	24,70
50256647		24.5.2011	29.7.2011	EUR	376000	CZK	24,44
49750036		5.1.2011	18.11.2011	EUR	200000	CZK	24,70
50741538		20.9.2011	31.5.2012	EUR	150000	CZK	24,60
50741539		20.9.2011	29.6.2012	EUR	150000	CZK	24,60
50746058		21.9.2011	31.8.2012	EUR	150000	CZK	24,66
50706200		13.9.2011	31.10.2012	EUR	150000	CZK	24,35
51287590		10.2.2012	30.11.2012	EUR	260000	CZK	25,10
51287595		10.2.2012	31.12.2012	EUR	260000	CZK	25,10

Zdroj: Šimek, P. (2013) Finanční deriváty pro zajišťování kurzových rizik. (diplomová práce).

Zmíněný čínský odběratel v letech 2011 a 2012 odebral zboží v hodnotě přes 40 a půl milionu korun. Oproti předchozímu obchodnímu případu s Ruskem je zde situace zkomplikována tím, že pro některé transakce nejsou k dispozici forwardy, tudíž tyto transakce budou přepočítány dle skutečného kurzu transakce. Stejně jako v přechodím případě je možné vyčíst (Tabulka 13), že v listopadu a prosinci jsou forwardy ztrátové. Příčinou toho je zejména posilování české koruny od srpna 2011 (Graf 7). Výsledkem pro rok 2011 je výnos z kurzového rozdílu ve výši necelých 12 tisíc korun.

V roce 2012 vyšel rozdíl mezi forwardovým kurzem a kurzem transakce vždy v neprospěch forwardu. Faktury v tomto roce činily přes 25 milionů korun a ztráta plynoucí z aplikování forwardů činí necelých 415 tisíc Kč (Tabulka 13).

Tabulka 13 Aplikování forwardů na obchodní případ firmy PETROF s HAILUN PIANO CO., Ltd

Číslo dokladu	Datum dok.	Celkem (CZK)	Celkem (EUR)	Celkem (USD)	Kurz transakce (CZK/EUR)	Kurz transakce (CZK/USD)	Forwardový kurz (od EXCON)	+/- (CZK)
FVZS-1/2011	22.2.2011	1682688		96 000,00		17,53	není	0,00
FVZH-74/2011	11.4.2011	1522071	62 100,00		24,51		není	0,00
FVZH-165/2011	19.7.2011	2282570,67	93 875,00		24,32		24,70	36141,83
FVZH-166/2011	19.7.2011	1293606,65	53 202,00		24,32		24,70	20482,75
FVZH-171/2011	21.7.2011	3036408,65	124 878,00		24,32		24,44	15609,67
FVZH-278/2011	3.11.2011	1593202,4	63 639,00		25,04		24,70	-21319,10
FVZH-279/2011	3.11.2011	1028588,04	41 086,00		25,04		24,70	-13763,84
FVZH-280/2011	3.11.2011	1895099,44	75 698,00		25,04		24,70	-25358,84
FVZS-12/2011	13.12.2011	1161632		62 000,00		18,74	není	0,00
FVZH-366/2011	19.12.2011	-28104		-1 500,00		18,74	není	0,00
		15 467 762,85	514 478,00	156 500,00				11 792,47
FVZS-3/2012	15.5.2012	1820064		96 000,00		18,96	není	0,00
FVZH-126/2012	30.5.2012	2705778,83	108 644,00		24,91		24,60	-33136,43
FVZH-127/2012	30.5.2012	933563,93	37 485,00		24,91		24,60	-11432,93
FVZH-149/2012	28.6.2012	1374624,15	53 311,00		25,79		24,60	-63173,55
FVZH-174/2012	14.8.2012	3532712,2	139 330,00		25,36		24,66	-96834,40
FVZH-175/2012	14.8.2012	422388,95	16 659,00		25,36		24,66	-11578,01
FVZH-241/2012	22.10.2012	3139766,13	125 215,00		25,08		24,35	-90780,88
FVZH-240/2012	22.10.2012	1527819,75	60 930,00		25,08		24,35	-44174,25
FVZH-255/2012	2.11.2012	357564,38	14 175,00		25,23		24,35	-12403,13
FVZS-9/2012	14.11.2012	1749600		90 000,00		19,44	není	0,00
FVZH-289/2012	29.11.2012	3206324,54	127 109,00		25,23		25,10	-15888,64
FVZH-290/2012	29.11.2012	1146526,7	45 452,00		25,23		25,10	-5681,50
FVZH-302/2012	7.12.2012	2549947	100 988,00		25,25		25,10	-15148,20
FVZH-303/2012	7.12.2012	2460738,75	97 455,00		25,25		25,10	-14618,25
		25 107 355,31	926 753,00	186 000,00				-414 850,17

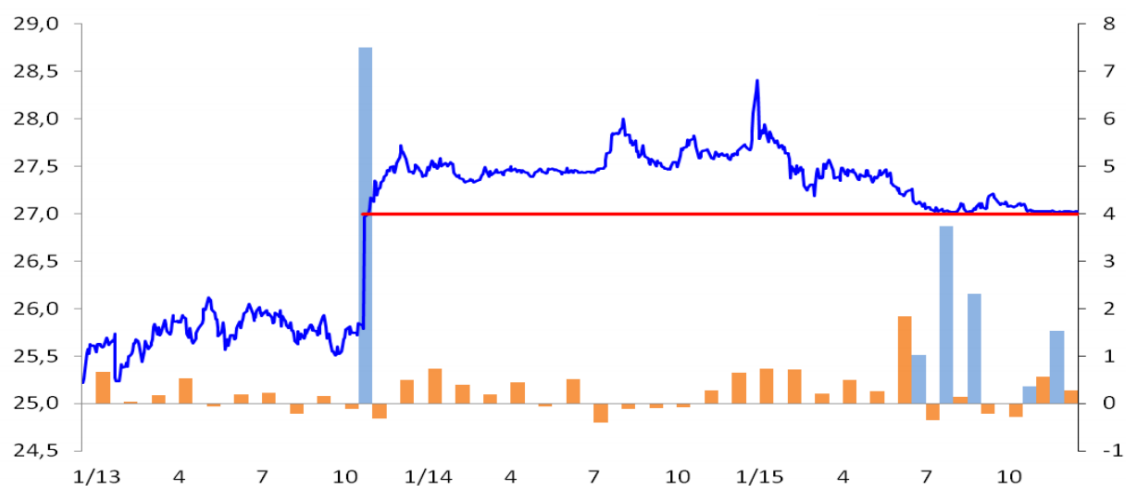
Zdroj: vlastní zpracování

4.3.2 Zajištění kurzu měnovými intervencemi ČNB

Česká národní banka zahájila devizové intervence dne 7. listopadu 2013. Nakupováním cizí měny a prodejem českých korun tak centrální banka drží hladinu kurz vůči euru „poblíž 27 CZK/EUR“, jak je interpretováno na webu ČNB.

Z následujícího grafu je možné vidět, že devizové intervence byly provedeny v největším rozsahu, mezi 7 a 8 mld. EUR, právě v listopadu 2013 a od té doby až do léta 2015 se kurz pohyboval volně nad hranicí kurzového závazku. Od léta se však kurz přiblížil hladině 27 CZK/EUR a ČNB tak reagovala spuštěním intervencí. Od druhé poloviny roku 2015 je kurz mimořádně stabilní. K ukončení devizových intervencí dojde v okamžiku, kdy budou vytvořeny podmínky pro udržení plnění 2% inflačního cíle i po ukončení kurzového závazku. Dle aktuální prognózy z března 2016 vyplývá, že k exitu kurzového závazku by mohlo dojít v první polovině 2017.

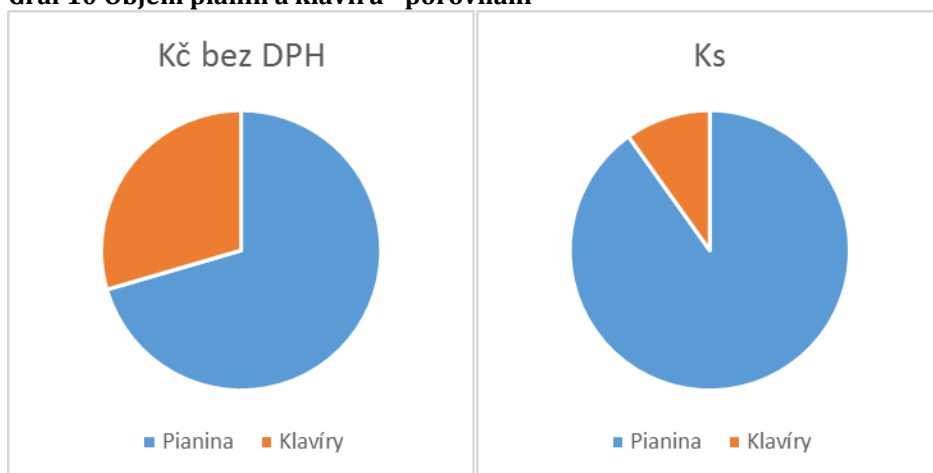
Graf 9 Kurz koruny k euru a devizové obchody ČNB



Zdroj: Tomáš Holub: Seminář ČMA a ČNB - „Měnová politika ČNB, devizový kurz a finanční řízení firmy“, Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_pro_jevy/vystoupeni_projevy/download/holub_20160217_cma.pdf

Promítnutí devizových intervencí z listopadu 2013 bude představeno na fiktivním příkladu pro prodej klavírů, kdy se prodejní cena klavíru do daného teritoria předpokládá 14845 EUR. Tato hodnota byla orientačně vypočtena a zaokrouhlena z dat poskytnutých společností PETROF pro teritoria Japonsko, Rusko, Hong Kong a Čína v letech 2011 až 2015, kdy bylo do těchto 4 teritorií prodáno celkem 3326 pianin a 364 klavírů. V následujícím grafu je vidět, že firma PETROF do těchto 4 teritorií prodává více než 9 krát více pianin než klavírů, ale cena klavírů je naopak téměř 4 krát vyšší než cena pianin.

Graf 10 Objem pianin a klavírů - porovnání



Zdroj: vlastní zpracování

Následující studie porovnává, jak se v praxi promítne kurzový rozdíl v důsledku provedení devizových intervencí ČNB. Tabulka 14 zobrazuje fiktivní kalkulaci na prodej 7 klavírů do země, s kterou firma PETROF obchoduje v eurech. Porovnána bude situace před intervencemi v říjnu 2013 a po nich v prosinci 2013. Pro tento případ je kalkulace splatná ještě v měsíci jejího vytvoření.

Tabulka 14 Fiktivní kalkulace na prodej klavírů

Fiktivní kalkulace pro říjen 2013			Fiktivní kalkulace pro prosinec 2013		
Předmět kalkulace	Klavír		Předmět kalkulace	Klavír	
Počet	7 ks		Počet	7 ks	
Cena za 1 ks	14845 EUR		Cena za 1 ks	14845 EUR	
Cena pro odběratele	103915 EUR		Cena pro odběratele	103915 EUR	
Kurz v říjnu 2013	25,658	CZK/EUR	Kurz v roce 2015	27,517	CZK/EUR
Výnosy z obchodu	2666251	CZK	Výnosy z obchodu	2859429	CZK

Zdroj: vlastní zpracování

V další tabulce (Tabulka 15) je znázorněn vzniklý kurzový rozdíl v důsledku intervencí na průměrném kurzu v říjnu a prosinci 2013. Následně je vidět výsledek na fiktivní kalkulaci, kdy firmě plyne zisk v podobě kurzového rozdílu, který činil 1,859 CZK/EUR, ve výši 193178 CZK.

Tabulka 15 Důsledek devizových intervencí na konci roku 2013

Kurz v roce v říjnu 2013	25,658	CZK/EUR
Kurz v roce v prosinci 2013	27,517	CZK/EUR
Kurzový rozdíl	1,859	CZK/EUR

Výnosy z obchodu v říjnu 2013	2666251	CZK
Výnosy z obchodu v prosinci 2013	2859429	CZK
Výnosy z kurzového rozdílu	193178	CZK

Zdroj: vlastní zpracování

4.3.2.1 Obchodní případ s LLC SALON «ACCORD»

Následující část je věnována obchodnímu případu s Ruskem, respektive společností PETROF a LLC SALON «ACCORD». Příklad bude obdobou zajištění kurzu pomocí měnových forwardů, který byl převzat od společnosti EXCON Steel. Místo výše uvedených forwardů zde bude jako zajištění kurzu použit závazek ČNB, který byl přijat dne 7. listopadu 2013, tedy jistota, že se kurz české koruny a eura nedostane pod hranici 27 CZK/EUR. Naopak případné další oslabení české koruny nad hladinu 27 CZK/EUR nechává ČNB plně v rukou nabídky a poptávky na devizovém trhu. Oslabení měnového kurzu podpoří cenovou konkurenceschopnost českých exportérů, kteří budou za stejné množství utržených eur inkasovat více korun. Díky slabšímu kurzu se bude zvyšovat poptávka po domácích produktech, jelikož cena dováženého zboží se zvýší.

Níže (Tabulka 16) je uveden přehled transakcí v letech 2014 a 2015 po zahájení měnových intervencí a přijetí kurzového závazku ze strany ČNB. Objem těchto obchodů byl v této dvouletce 18477519 CZK.

Tabulka 16 Devizové intervence a obchodní případ firmy PETROF s LLC SALON «ACCORD»

Datum dok.	Celkem (CZK)	Celkem (EUR)	Kurz transakce (CZK/EUR)	Kurzový závazek ČNB	+/- (CZK)
26.03.2014	1360662,50	49750,00	27,35	27,00	17412,50
26.03.2014	1634545,40	59764,00	27,35	27,00	20917,40
05.08.2014	2466565,96	89239,00	27,64	27,00	57112,96
05.08.2014	875911,60	31690,00	27,64	27,00	20281,60
02.10.2014	3046418,57	110799,00	27,50	27,00	54845,57
02.10.2014	1307744,69	47563,00	27,50	27,00	23543,69
	10691848,72	388805,00			194113,72
27.01.2015	396968,70	14331,00	27,70	27,00	10031,70
27.01.2015	1321068,40	47692,00	27,70	27,00	33384,40
13.05.2015	1111183,21	40606,00	27,37	27,00	14821,21
01.09.2015	1682211,16	62258,00	27,02	27,00	1245,16
01.09.2015	1587019,70	58735,00	27,02	27,00	1174,70
03.11.2015	1454700,90	53679,00	27,10	27,00	5367,90
03.11.2015	232518,00	8580,00	27,10	27,00	858,00
	7785670,07	285881,00			66883,07

Zdroj: vlastní zpracování

Výsledkem devizových intervencí, kdy ČNB svou měnovou politikou dává firmám jistotu, že hladina měnového kurzu vůči euru neklesne pod 27 CZK/EUR a při oslabování koruny nijak nezasahuje, se v daném příkladu firmě PETROF vyplatí a kurzový závazek centrální banky tak nahrazuje tzv. hedging, neboli zajištění kurzu pomocí měnových derivátů, například výše uvedený forward. Jedním z mýtů, že oslabení koruny vývozcům nepomůže, jelikož si předem zajistili kurz na silnějších hodnotách, není pravdivý, jelikož firmy nezajišťují svůj vývoz nikdy stoprocentně. Dle pravidelného šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy v nefinančních podnicích bylo ve druhém čtvrtletí 2013 zajištěno zhruba 37 % exportu vyvezeného v daném čtvrtletí a 35 % očekávaného exportu v příštích dvanácti měsících. Navíc v případě malých firem je zpravidla přístup k hedgingu omezenější.

Obchodní případ firmy PETROF s ruskou společností udává výsledek, že při jistotě 27 CZK/EUR jsou intervence ČNB mnohem přínosnějším nástrojem pro plánování exportérů než vlastní zajišťování kurzu pomocí měnových derivátů. Krátkodobým plánování se v tomto případě rozumí období devizových intervencí ČNB a je třeba sledovat aktuální zprávy a prognózy na webu ČNB. Výnos z kurzového rozdílu mezi

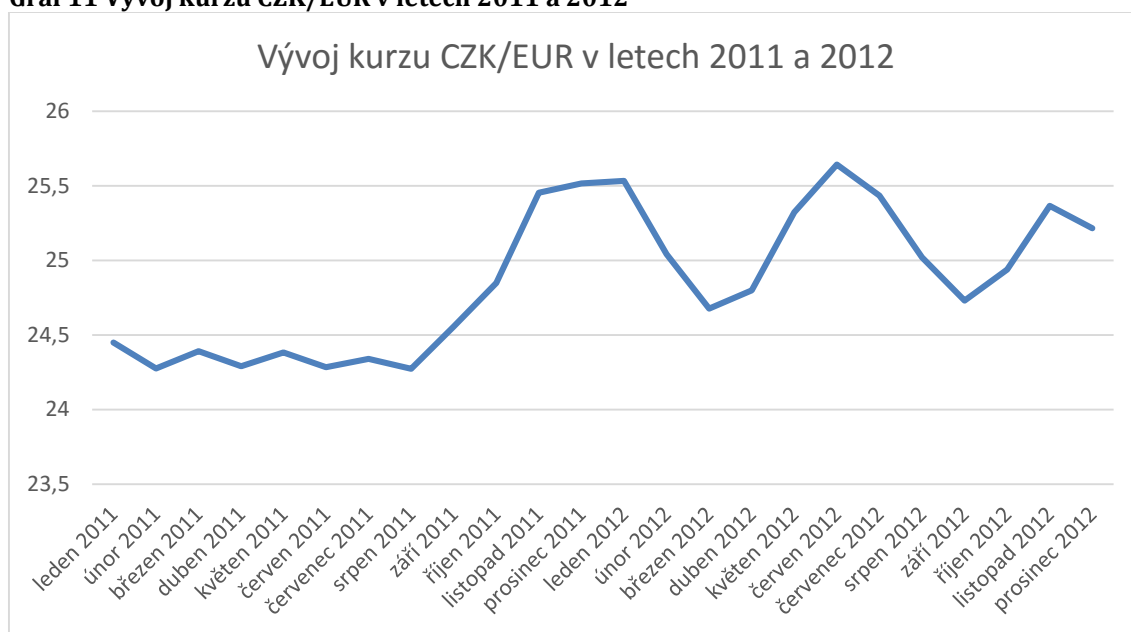
kurzem reálně provedené transakce a kurzovým závazkem ČNB je za rok 2014 a 2015 v uvedeném příkladu téměř 261 tisíc korun, respektive 260996,79 CZK.

4.3.3 Shrnutí výsledků

V modelových situacích ve čtvrté kapitole byl vytvořen příklad využití forwardové kurzu, který je často využíván exportními firmami a slouží jako tzv. hedging, neboli zajištění kurzového rizika. Stává se tak součástí finančního řízení. V praktickém příkladu byl převzat forwardový kurz firmy EXCON Steel z let 2011 a 2012 a byl aplikován na obchodní případ firmy PETROF s ruskou společností LLC SALON «ACCORD» v těchto letech. Následně byla jako zajištění kurzu použita měnová politika ČNB z konce roku 2013, kdy od 7. listopadu začala používat měnový kurz jako další nástroj měnové politiky se závazkem držet českou korunu vůči euru v minimálním poměru 27 CZK/EUR.

V případě zajišťování kurzu pomocí forwardů by společnost profitovala méně, než pokud by deriváty typu forward nepoužívala vůbec. Velký podíl na tom má i vývoj kurzu koruny k euru, který měl v této dvouletce rostoucí tendenci. Jako výhodné se jeví forwardy uzavřené vždy na přelomu nového roku. Například vyhovující forwardy k obchodnímu případu firmy PETROF z roku 2011 uzavřené 5. ledna kdy byl forwardový kurz uzavřen na hodnotu 24,7 CZK/EUR na měsíce srpen, září a listopad se jeví jako dobrá volba. V srpnu 2011 byl forwardový kurz ještě výhodný a firma by z kurzového rozdílu profitovala 89102 CZK, ale na přelomu srpna a září došlo k prudkému oslabení koruny a z následujících splatných faktur plyne ztráta z kurzového rozdílu pro zbytek roku 2011 v celkové výši -87497 CZK. I přesto byl pro rok 2011 forwardový kurz výhodný, kdy celkový výnos z kurzového rozdílu činil 1605 CZK a nebýt prudkého oslabení koruny (Graf 12), mohl být tento výnos ještě vyšší.

Graf 11 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2011 a 2012



Zdroj: www.kurzy.cz, vlastní zpracování

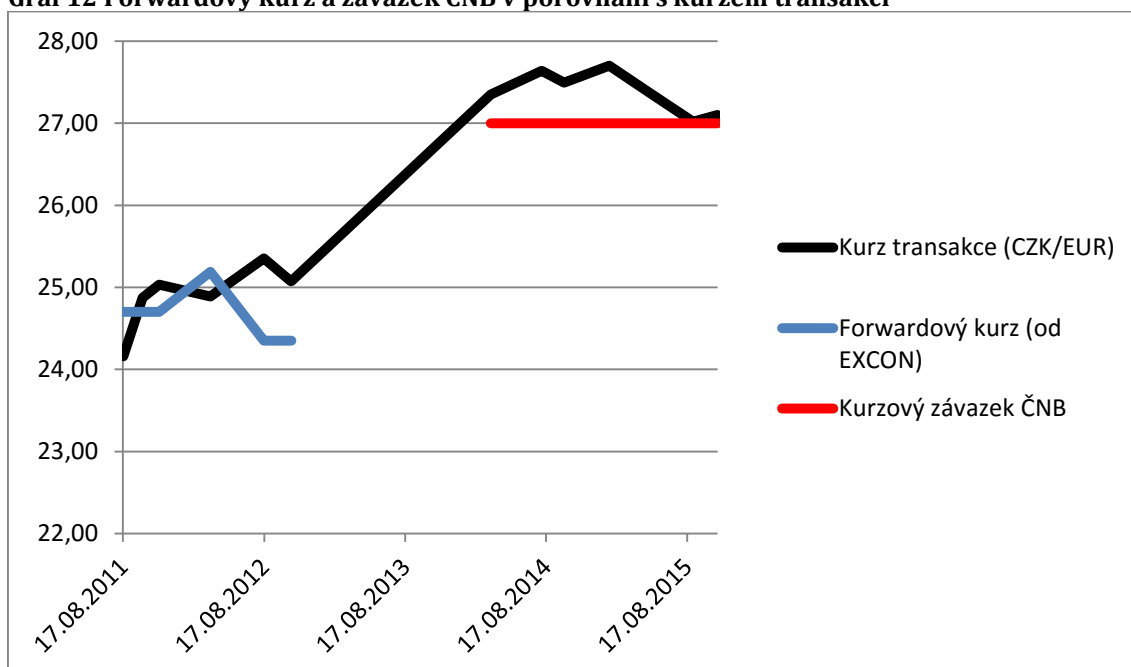
Pro případ využití forwardů v roce 2012 byly aplikovány forwardové kurzy, které společnost EXCON Steel uzavřela v již v září či listopadu v roce 2011. Právě listopadový forwardový kurz 25,19 CZK/EUR, který byl splatný v březnu 2012 se ukázal jako výhodný, kdy po aplikování na obchodní případ společnosti PETROF s ruskou LLC SALON «ACCORD» plyne výnos z kurzového rozdílu 33505 CZK. Naopak dlouhodobě předem uzavřené forwardy uzavřené v září 2011 a splatné v srpnu či říjnu 2012, které činily v obou případech 24,35 CZK/EUR se ukázaly jako nevýhodné. Společnost EXCON Steel při jejich uzavírání zřejmě předpokládala posílení koruny, když právě ze srpna na září v roce 2011 koruna vůči euru výrazněji oslabil. I přes to, že koruna začala na přelomu let 2011 a 2012 posilovat, na tak nízkou hodnotu, jako byl uzavřený forward (24,35 CZK/EUR), se spotový kurz již nedostal. Proto ztráta z kurzového rozdílu činí 268537 CZK a celkově za rok 2012 byl forwardový kurz velmi nevýhodný.

Při používání forwardových kurzů je nutné znát vývoj měnových kurzů. Lze také doporučit sledování finančních zpráv České národní banky, která v analýzách vývoje přináší i predikce pro ekonomické prostředí, které jsou pro výnosnost finančních derivátů důležité.

Druhým příkladem bylo jako zajištění měnového kurzu použito rozhodnutí ČNB ze dne 7. listopadu 2011, konkrétně držet kurz české koruny vůči euru nad hladinou

27 CZK/EUR. Tento závazek ČNB drží i nadále a ukončení devizových intervencí plánuje na rok 2017. Pokud byla jako kurzová jistota pro firmu brána minimální hranice kurzu, tedy již zmíněných 27 CZK/EUR, tak z tohoto rozhodnutí nemůže firma trpět a ubývá jí též starost se zajišťováním kurzu, který je od roku 2013 v podstatě zajištěný ČNB. Ani to však nevyklučuje používat finanční deriváty. Druhý příklad je tedy obdobou toho prvního, pouze se zde nepočítá s forwardovým kurzem, nýbrž s kurzovým závazkem. Prakticky není možné, aby zde byla výsledkem ztráta, protože závazek je držet hladinu kurzu nad 27 CZK/EUR s tím, že v případě dalšího oslabení zůstane vývoj kurzu v rukou nabídky a poptávky na devizovém trhu. V roce 2014 by výnos plynoucí z odchylky mezi kurzovým závazkem ČNB a kurzem transakce obchodu firmy PETROF se společností LLC SALON «ACCORD» byl celkem 194114 CZK. V roce 2015 však koruna začala na přelomu června července vůči euru posilovat, což donutilo ČNB znovu intervenovat a od té doby se kurz drží hladiny 27 CZK/EUR. Díky transakcím z první poloviny roku 2015 by byl výnos plynoucí z odchylky mezi kurzovým závazkem ČNB a kurzem transakce obchodu v celkové výši 66883 CZK.

Graf 12 Forwardový kurz a závazek ČNB v porovnání s kurzem transakcí



Zdroj: vlastní zpracování

4.3.3.1 Názory a ohlasy na měnové intervence

Ohlasy na měnové intervence provedené 7. listopadu 2013 se různí. Dle průzkumu Hospodářské komory České republiky z února 2014, kterého se zúčastnilo 580 zástupců českých podniků a živnostníků z řad členů Hospodářské komory vyplývá (Graf 11), že devizové intervence hodnotí pozitivně zejména velké výrobní firmy, které více než polovinu své produkce vyvezou do zahraničí. Naopak podniky s nulovým podílem vývozu či podniky působící ve stavebnictví v tuzemsku vyjádřily svou nespokojenost, jelikož vyšší kurz je pro ně zátěží kvůli importu materiálu nakoupeného ze zahraničí, tedy výrobních vstupů a představuje pokles zisku. Nespokojené jsou i malé a střední podniky.

Graf 13 Výsledek průzkumu Hospodářské komory České republiky
Jaký dopad mají devizové intervence na Vaše podnikání?



Zdroj: www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika

Ze zásahu ČNB tedy profitují zejména exportéři, kdy například největší exportér Škoda Auto se prostřednictvím nového generálního ředitele Bernharda Maiera vyjádřil pro časopis Forbes následovně:

„Snažíme se zajišťovat proti kurzovým výkyvům, protože obchodujeme v různých měnách. Pro naši práci je ale důležitá stabilita, abychom mohli dlouhodobě plánovat. Proto bychom uvítali přechod na euro. A to, myslím, mluvím nejen za

ŠKODU, ale i za další naše dodavatele, které fungují na bázi eura. Stabilita je koneckonců i následnou jistotou pracovních míst.“

Po měnových intervencích má Škoda Auto největší odbyt ve své historii, kdy v roce 2015 dosáhla nového rekordu. Celosvětové dodávky zákazníkům vzrostly v roce 2015 o 1,8 procenta na 1055500 vozů oproti předchozímu roku 2014, ve kterém se počet dodaných vozů zastavil na čísle 1037200. Z krátkodobého hlediska však devizové intervence na Škoda Auto podobně jako kolínský výrobce malých vozů TPCA neměly výraznější vliv. V rozhovoru to řekl tiskový mluvčí Škoda Auto Jozef Baláž rok po intervencích následovně: „Škoda Auto obchoduje v několika měnách na více než sto trzích celého světa a náš cash-flow je zajištěný standardními nástroji finančního trhu. Intervence ČNB proto z krátkodobého pohledu neměla na hospodaření naší společnosti výrazný efekt.“

Ekonom Prof. Ing. Zbyněk Revenda, CSc. se ke kroku ČNB z listopadu 2013 vyjádřil následujícím způsobem: „Devizové intervence nebyly tak překvapivé, ČNB je verbálně již delší dobu avizovala. O vhodnosti intervencí lze rozsáhle diskutovat, ale nemám ani zdaleka všechny potřebné informace, podle kterých se Bankovní rada rozhodovala. Kurzové a cenové efekty dostatečně ČNB vysvětluje. Faktem je, že následkem je (a bude) další zvýšení volných rezerv bank uložených u centrální banky, jejichž podíl na pasivech ČNB se nyní blíží již 50 %. V aktivech se logicky zvýší podíl devizových rezerv, nyní je kolem 95 %. Jakékoli kurzové pohyby budou mít výrazný dopad do hospodaření ČNB – posílení koruny je ztrátové, oslabení ziskové.“

Jinak vítám centrální bankou dostatečné zdůvodnění nebezpečí deflačních tendencí. Názory na to, že deflace je prospěšná, nemají žádné reálné opodstatnění. Ostatně a například, kdo by vítal dlouhodobý pokles cen nemovitostí nebo tržní kapitalizace firem (ceny nemovitostí a majetkových cenných papírů by v deflačním prostředí jen těžko mohly růst) – majitelé nemovitostí či vlastníci a manažeři firem rozhodně nikoli. Deflační dopady na tržby podnikové sféry, nezaměstnanost apod. viz zdůvodňování Českou národní bankou.“ (Dostálík, 2013)

5 Závěr

Vznikem České republiky k datu 1. ledna 1993 byla v únoru téhož roku zavedena česká koruna a následně proběhla emise nových bankovek. Stejného dne vznikla také Česká národní banka, která současně vykonává dohled nad celým finančním trhem, pečuje o cenovou stabilitu a jednou z jejích základních funkcí je provádění měnové politiky. Po rozdělení federace došlo na našem území k postupnému rozvoji peněžního a kapitálového trhu, byly vytvořeny podmínky pro přechod k řízení měnové politiky prostřednictvím tržních nástrojů namísto dřívějších administrativních. Postupem času však režim pevného měnového kurzu a cílování peněžní zásoby ztrácel na účinnosti a přestával plnit hlavní funkci, tedy udržování cenové stability. Poptávka převyšovala málo pružnou domácí nabídkou, což v podmínkách malé otevřené ekonomiky vedlo k růstu dovozu a vyšší inflaci. Proto v roce 1997 bylo upuštěno od režimu fixního kurzu a Česká národní banka přistoupila k režimu cílování inflace, který je zaměřen na plnění hlavního cíle, stabilní a nízké inflace. Režim cílování inflace se ukázal jako účinný již v roce 1999, kdy na jeho začátku inflace činila necelá 3 %. Ke změně došlo také v roce 2002, ve kterém Česká národní banka přešla od cílování tzv. čisté inflace k cílování celkové inflace. Pravděpodobně nejtěžší zkouškou prošel režim cílování inflace po vypuknutí světové finanční krize v roce 2008. Ta se v otevřené české ekonomice projevila především v poklesu exportu a následným růstem nezaměstnanosti. Reakce České národní banky byla jednou z nejrychlejších na světě. Začala uvolňovat svou měnovou politiku a postupně snižovala úrokové sazby. V tu dobu se ukázal jako důležitý plovoucí měnový kurz, který v důsledku finanční krize oslabil a podpořil export. Vzhledem k ekonomické stagnaci, růstu nezaměstnanosti a poklesu inflace byla Česká národní banka nucena snížit měnově politické nástroje až k tzv. technické nule.

České ekonomice hrozilo, že se dostane do dlouhodobé deflace, a proto se na podzim 2013 Česká národní banka rozhodla k dalšímu uvolnění své měnové politiky, kdy jako další nástroj začala využívat měnový kurz koruny. Dne 7. listopadu 2013 tak zahájila devizové intervence. Pro vývoj měnového kurzu to znamená, že nebude připuštěno posílení koruny od stanovené hranice

27 CZK/EUR. Tomuto posílení Česká národní banka zabrání prodejem korun a nákupem cizích měn. Pokud se kurz vzdálí hladině 27 CZK/EUR opačným směrem, bude vývoj kurzu ponechán volnému vývoji dle nabídky a poptávky na devizovém trhu. Díky oslabenému kurzu české koruny se zvyšují dovozní ceny a tím i celková cenová hladina v České republice. Předpokládá se přeorientování poptávky domácností na domácí služby a zboží. Oslabení kurzu podpoří české exportní firmy, čímž roste jejich ziskovost a ochota investovat. Výsledkem je oživení výroby, růst zaměstnanosti a díky navyšujícím se mzdám stoupá kupní síla domácností. Názory na devizové intervence se různí. Pozitivně je hodnotí zejména velké výrobní firmy, u kterých více než z poloviny převažuje export. Naopak subjekty podnikající pouze na území České republiky vyjadřují nespokojenost. Tu cítí i tuzemské stavební podniky, pro které je vyšší kurz zátěží, zejména kvůli nákupu materiálu v zahraničí, což představuje pokles zisku. Většina ekonomů hodnotí tento krok České národní banky pozitivně, zejména kvůli hrozbě deflace.

V praktické části byly analyzovány dopady uvolněné měnové politiky ČNB a využití finančních derivátů k zajištění kurzového rizika exportní společnosti PETROF, s.r.o. Při aplikování reálně uzavřených forwardových kurzů na konkrétní obchodní případy firmy PETROF v Rusku a Číně v letech 2011 a 2012 se ukázala jejich nevyzpytatelnost. Velký podíl na tom má i vývoj kurzu koruny vůči euru, který měl v těchto letech rostoucí tendenci. Jako výhodné se jevíly forwardy, zejména krátkodobé, uzavřené vždy na přelomu nového roku. Naopak dlouhodobé forwardy byly v některých případech velmi ztrátové, kdy se rozdíl mezi spotovým a forwardovým kurzem v den jeho splatnosti pohyboval až okolo jedné koruny za euro. Následně bylo jako zajištění měnového kurzu použito rozhodnutí České národní banky ze dne 7. listopadu 2013, kdy byl přijat závazek držet kurz české koruny vůči euru nad hladinou 27 CZK/EUR. V praktickém příkladu byla brána jako jistota devizového kurzu zmíněná hladina 27 CZK/EUR, pod kterou Česká národní banka nepřipustí posílení koruny pomocí intervencí. Z toho vyplývá, že firma může z odchylek od tohoto závazku či zajištění kurzu ze strany centrální banky profitovat z kurzových rozdílů. Zejména v roce 2014 byl tento rozdíl výrazný z důvodu dalšího samovolného oslabování koruny a vybraná exportní společnost z oslabeného devizového kurzu profitovala. V létě roku 2015 se však

kurz přiblížil hladině 27 CZK/EUR a Česká národní banka tak zareagovala spuštěním intervencí. Od druhé poloviny roku 2015 je kurz mimořádně stabilní a pohybuje se těsně nad hladinou kurzového závazku 27 CZK/EUR. Na základě těchto zjištění lze říci, že měnové intervence dávají vybraným exportním firmám větší kurzové jistoty, než když se sami zajišťují pomocí forwardů.

Česká národní banka je rozhodnuta intervenovat tak dlouho, dokud nebude dostatečně plněn její dvouprocentní inflační cíl. Po ukončení intervencí se předpokládá také zvýšení úrokových sazeb nad technicky nulovou úroveň. Exit měnových intervencí by měl být proveden transparentně, kdy v úvahu připadá možnost jednorázového ohlášení exitu a následný růst úrokových sazeb. Další velmi pravděpodobná varianta je fázovaný exit neboli postupné opuštění kurzového závazku s několika mezikroky. Návratem do standardního režimu měnové politiky se nepředpokládá posílení kurzu na úroveň před vstupem do intervenčního režimu, protože v mezidobí dochází k průsaku slabšího kurzu koruny do cenové hladiny i dalších nominálních veličin. Česká národní banka nenechá korunu skokově posílit. Exit z kurzového závazku bez následného prudkého posílení koruny je žádoucí a tuto měnovou politiku by prosazoval i jeden z kandidátů na nového guvernéra České národní banky Jiří Rusnok, současný člen bankovní rady. V červenci 2016 končí mandát současného guvernéra ČNB Miroslava Singera a jako jeho pravděpodobný nástupce, kterého volí prezident České republiky, je často uváděn již zmiňovaný Jiří Rusnok. Ze zasedání bankovní rady ze dne 31. března 2016 vyplývá, že k ukončení intervencí dojde pravděpodobně v průběhu prvního pololetí roku 2017.

6 Seznam použité literatury

- [1] **ČERNOHORSKÝ, Jan a Teplý, Petr.** Základy financí. Vydání 1. Praha: Grada Publishing, a.s., 2011. 304 s., ISBN 978-80-247-3669-3.
- [2] **DITTRICHOVÁ, Jaroslava.** Základy financí. Vydání 1. Hradec Králové: Gaudeamus, Univerzita Hradec Králové, 2010. 186 s., ISBN 978-80-7435-074-0.
- [3] **DITTRICHOVÁ, Jaroslava a kol.** Základy financí. Vydání 2. Hradec Králové: Gaudeamus, 2014. 214 s., ISBN 978-80-7435-409-0.
- [4] **DOUCEK, Petr.** Informační management. Vydání 1. Praha: Professional Publishing, 2010. 252 s., ISBN 978-80-7431-010-2.
- [5] **DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Mandel, Martin.** Mezinárodní finance. Vydání 1. Praha: Management Press, 2000. 392 s., ISBN 80-7261-017-1.
- [6] **HENDL, Jan.** Kvalitativní výzkum: základní teorie, metody a aplikace. Vydání 3. Praha: Portál, 2012. 407 s. ISBN 978-802-6202-196.
- [7] **JEŽEK, Tomáš.** Peníze a trh. Vydání 1. Praha: Portál, s.r.o., 2002. 148 s., ISBN 80-7178-658-3.
- [8] **JÍLEK, Josef.** Finanční a komoditní deriváty v praxi. Vydání 1. Praha: Grada Publishing, a.s., 2005. 630 s. ISBN 80-247-1099-4.
- [9] **KUBÁTOVÁ, Jaroslava (ed.).** Ekonomické znalosti pro tržní praxi. [CD-ROM] Olomouc: Filozofická fakulta Univerzity Palackého v Olomouci, 2009.
- [10] **MANDEL, Martin a Tomšík, Vladimír.** Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice. Vydání 1. Praha: Management Press, 2003. 287 s. ISBN 80-7261-094-5.
- [11] **MONADJEMI, Mehdi. a Lodewujks, John.** Money and Monetary Policy in an Open Economy. Vydání 1. 119 s. ISBN 978-87-403-1084-9
- [12] **PAPOUŠKOVÁ, Hana.** Historický vývoj bankovníctví v ČR. Brno, 2006. Bakalářská práce. Masarykova univerzita.
- [13] **PAULÍK, Tibor a Pellešová, Pavlína.** Hospodářská politika pro neekonomické fakulty. Distanční studijní opora. Ostrava: Ostravská univerzita, Přírodovědecká fakulta, 2006. 124 s.
- [14] **POLOUČEK, Stanislav a kol.** Peníze, banky, finanční trhy. Vydání 1. Praha: C. H. Beck, 2009. 415 s., ISBN 978-80-7400152-9.

- [15] **PTATSCHEKOVÁ, Jitka a Dittrichová, Jaroslava.** Dvacet let české koruny. Vydání 1. Praha: Grada Publishing, a.s., 2013, 144 s. ISBN 978-80-247-4681-4.
- [16] **PTATSCHEKOVÁ, Jitka a Draessler, Jan.** Empirické ověření teorie forwardového kurzu. *Ekonomie a Management*, 2013. Ročník 16. Číslo 2. Strany 129 – 137. ISSN (Print)1212-3609
- [17] **REVENDA, Zbyněk.** Centrální bankovníctví. 2. rozšířené vydání. Praha: Management Press, 2001. 782 s., ISBN 80-7261051-1.
- [18] **REVENDA, Zbyněk a kol.** Peněžní ekonomie a bankovníctví. Vydání 4. Praha: MANAGEMENT PRESS, 2008. 627 s. ISBN 978-80-7261-132-4.
- [19] **REVENDA, Zbyněk a kol.** Peněžní ekonomie a bankovníctví. Vydání 5. Praha: Management Press, 2012. 423 s., ISBN 978-80-7261-240-6.
- [20] **SCHEJBALOVÁ, Veronika.** Vývoj měny na území české republiky. Pardubice, 2013. Bakalářská práce. Univerzita Pardubice.
- [21] **SOUKAL, Ivan a Dittrichová, Jaroslava.** *Ekonomie*. Vydání 1. Hradec Králové: Gaudeamus, 2014. 189 s. ISBN 978-80-7435-432-8.
- [22] **ŠIMEK, Petr.** Finanční deriváty pro zajišťování kurzových rizik. Diplomová práce. Hradec Králové, 2013. Univerzita Hradec Králové.
- [23] **ŠUMPICH, Martin.** Vývoj české měny. Bakalářská práce. Hradec Králové, 2014. Univerzita Hradec Králové.
- [24] **VAŠEK, Roman.** Analýza vývoje české bankovní soustavy od r. 1918. Brno, 2012. Bakalářská práce. Masarykova Univerzita.
- [25] **VENCOVSKÝ, František a kol.** Dějiny bankovníctví v českých zemích. Vydání 1. Praha: Bankovní institut, a. s., 1999. 594 s., ISBN 80-7265-030-0,
- [26] **VENCOVSKÝ, František, Kopecký, Ladislav a kol.** Lidé a peníze. Vydání 3. Česká národní banka, 2013. 65 s., ISBN 978-80-87225-41-7.
- [27] **VENCOVSKÝ, František a Půlpán, Karel.** Dějiny měnových teorií na českém území. Vydání 1. Praha: Vysoká škola ekonomická v Praze, Nakladatelství Oeconomica, 2005. 486 s., ISBN 80-245-0992-X.

7 Internetové zdroje

- [1] Buřínková, Barbora. Pohled do historie: jak začala velká hospodářská krize v roce 1929. [online].
[cit. 23-10-2008]. Dostupné na webu:
http://finance.idnes.cz/pohled-do-historie-jak-zacala-velka-hospodarska-krize-v-roce-1929-p7g-/uver.aspx?c=A081022_135219_bank_bab
- [2] Dostalík, V. Vyučující z VŠE komentují devizové intervence ČNB. [online].
[cit. 14-11-2013]. Dostupné na webu:
<http://www.economix.cz/clanek/vyucujici-z-vse-komentuji-devizove-intervence-cnb/10336>
- [3] Krejčík, Milan. Měnové reforma 1953 – předehra. [online].
[cit. 8-2-2016]. Dostupné na webu:
http://www.totalita.cz/vysvetlivky/ref_menova_1953.php
- [4] Historie ČNB. Dějiny instituce. [online].
Dostupné na webu:
http://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_instituce
- [5] Historie ČNB. Emisní činnost. [online].
Dostupné na webu:
http://www.historie.cnb.cz/cs/emisni_cinnost
- [6] Historie ČNB. Měnová politika. [online].
Dostupné na webu:
http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika
- [7] Hospodářská krize v ČR. [online].
[23-2-2016]. Dostupné na webu:
<http://www.unihostostrava.cz/www/cz/aktuality/hospodarska-krize-v-cr/>
- [8] PETROF. [online].
[cit. 8-3-2016]. Dostupné na webu:
<http://www.petrof.cz/>
- [9] Příbram ŽIJE. Velké středočeské firmy intervence ČNB vůči koruně nepocítily. [online].
[cit. 3-11-2014]. Dostupné na webu:
<http://www.pribramzije.cz/velke-stredoceske-firmy-intervence-cnb-vuci-korune-nepocitily/>
- [10] Tuček, Miroslav. Měnová reforma 1953 a některé širší souvislosti. [online].
[cit. 20-6-2003]. Dostupné na webu:
<http://www.revuepolitika.cz/clanky/823/menova-reforma-1953-a-nektere-sirsi-souvislosti>

8 Další zdroje

- [1] 6/1993 Sb. Zákon České národní rady ze dne 17. prosince 1992 o České národní bance.

Seznam grafů

Graf 1 Inflace maloobchodních cen (meziročně v %)	6
Graf 2 Devalvace koruny v roce 1990	23
Graf 3 Vývoj ročního limitu pro nákup volných měn rezidenty	24
Graf 4 Vývoj inflace v od roku 1918	25
Graf 5 Inflační cíle ČNB od zavedení cílování inflace	36
Graf 6 Vývoj měnově politických nástrojů	39
Graf 7 Vývoj kurzu CZK/EUR v roce 2011	52
Graf 8 Vývoj kurzu CZK/EUR v roce 2012	53
Graf 9 Kurz koruny k euru a devizové obchody ČNB	55
Graf 10 Objem pianin a klavírů - porovnání	56
Graf 12 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2011 a 2012	60
Graf 13 Forwardový kurz a závazek ČNB v porovnání s kurzem transakcí	61
Graf 11 Výsledek průzkumu Hospodářské komory České republiky	62

Seznam obrázků

Obr. 1 Eine Krone - korunová měna vydána roku 1916	4
Obr. 2 Státovka 1. emise v nominální hodnotě 1 koruna	5
Obr. 3 Mince v nominální hodnotě 1 Kčs platná v letech 1922 až 1941	8
Obr. 4 Jedno korunová československá ražená od roku 1947	14
Obr. 5 Odběrní poukaz podniku zahraničního obchodu TUZEX v hodnotě 1 Kč	20
Obr. 6 Jedno korunová mince platná v letech 1960 až 1990	21
Obr. 7 Předmluva Kroniky České národní banky z roku 1993	27
Obr. 8 České mince	28
Obr. 9 České bankovky	29
Obr. 10 Transmisní mechanismus monetární politiky	37
Obr. 11 Logo PETROF	43
Obr. 12 Porovnání výsledků v letech 2002 a 2012	43
Obr. 13 Vedení a kultura firmy	44
Obr. 14 Forward uzavřený společností PETROF	48

Seznam tabulek

Tabulka 1 Vývoj zlatého obsahu koruny a kurzu koruny vůči dolaru.....	9
Tabulka 2 Přehled příjmů a výdajů státních rozpočtů v době hospodářské krize ...	10
Tabulka 3 Ceny zboží na vázaném a volném trhu na přelomu roku 1952 a 1953 ...	17
Tabulka 4 Přepočtené uložené vklady obyvatelstva podle měnové reformy 1953.	18
Tabulka 5 Inflační prognózy a plnění inflačních cílů v letech 1998 až 2002.....	31
Tabulka 6 Podmínky pro přijetí eura v roce 2014 - Maastrichtská kritéria.....	33
Tabulka 7 Aktuální operace ČNB na volném trhu.....	38
Tabulka 8 Popis proměnných pro výpočet forwardového měnového kurzu.....	47
Tabulka 9 Forwardy společnosti EXCON Steel splatné v roce 2011.....	49
Tabulka 10 Forwardy společnosti EXCON Steel splatné v roce 2012.....	50
Tabulka 11 Aplikování forwardů na obchodní případ firmy PETROF s LLC SALON «ACCORD».....	51
Tabulka 12 Forwardy využité s HAILUN PIANO CO., Ltd.....	53
Tabulka 13 Aplikování forwardů na obchodní případ firmy PETROF s HAILUN PIANO CO., Ltd.....	54
Tabulka 14 Fiktivní kalkulace na prodej klavírů.....	56
Tabulka 15 Důsledek devizových intervencí na konci roku 2013.....	57
Tabulka 16 Devizové intervence a obchodní případ firmy PETROF s LLC SALON «ACCORD».....	58

Podklad pro zadání DIPLOMOVÉ práce studenta

PŘEDKLÁDÁ:	ADRESA	OSOBNÍ ČÍSLO
Šumpich Martin	Česká Bělá 212, Česká Bělá	11451

TÉMA ČESKY:

Měnová politika centrální banky

TÉMA ANGLICKY:

Central bank monetary policy

VEDOUCÍ PRÁCE:

Ing. Jaroslava Dittrichová, Ph.D. - KE

ZÁSADY PRO VYPRACOVÁNÍ:

Cíl práce:

Analýza vývoje a využití nástrojů měnové politiky ČNB a dopady na vybranou exportní firmu s modelovými příklady.

Osnova:

1. Úvod
2. Cíl a metodika
3. Vývoj měnové politiky v ČR
4. Uvolněná měnová politika a devizové intervence
5. Devizový kurz a jeho dopady na firmu
6. Shrnutí a doporučení
7. Závěr
8. Zdroje

SEZNAM DOPORUČENÉ LITERATURY:

- DITTRICHOVÁ, J., a kol. , Základy financí, GAUDEAMUS 2014, UHK, ISBN 978-80-7435-409-0
[2]REVENDA, Z. a kol. Peněžní ekonomie a bankovníctví, Management Press, Praha 2011, ISBN 978-80-7261-240-6
Dittrichová, J. a kol.: Základy financí. Univerzita Hradec Králové, Gaudėamus 2014, 1. Vydání. 213 s. (s. 51-88, 115-180, 166-188), ISBN 978-80-7435-409-0
[3]POLOUČEK, S. Bankovníctví, C.B.Beck, Praha 2006, ISBN 80-7179-462-7
[4]PTATSCHEKOVÁ, J., DITTRICHOVÁ, J., Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice. Grada. Praha 2013, ISBN 978-80-247-4681-4
[1]Revenda, Z.: Peněžní ekonomie a bankovníctví, 2005 a pozdější vydání
[2]Dittrichová, J.: Studijní materiály k předmětu bankovníctví, on-line www.uhk
[3]DURČÁKOVÁ, J., Mezinárodní finance, Management Press, Praha 2011, ISBN 978-80-7261-221-5
[4]Kolektiv autorů: Bankovníctví, Bankovní institut, a.s., Praha, 2005, ISBN 80-7265-080-7
[5]PTATSCHEKOVÁ, J., DITTRICHOVÁ, J., Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice. Grada. Praha 2013, ISBN 978-80-247-4681-4
[6]DITTRICHOVÁ, J., PTATSCHEKOVÁ, J., JIDRA, V., Základy financí, GAUDEAMUS 2010, UHK, ISBN 978-80-7435-074-0

Podpis studenta:

Y. Mpaik

Datum: *16.12.2015*

Podpis vedoucího práce:

16.12.2015

Datum: *Jan*