

Univerzita Pardubice  
Fakulta ekonomicko - správní

**Dopad úrokových sazeb na rozhodování investora**  
Bc. Petra Valášková

Diplomová práce  
2020

Univerzita Pardubice  
Fakulta ekonomicko-správní  
Akademický rok: 2018/2019

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Petra Valášková**  
Osobní číslo: **E17461**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**  
Název tématu: **Dopad úrokových sazeb na rozhodování investora**  
Zadávající katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

### Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :

Cílem práce je detailně analyzovat aktuální ekonomickou situaci, kdy bude zkoumán dopad změn výše úrokových sazeb na rozhodování investorů v podnikatelském prostředí České republiky. V práci budou popsány konkrétní nástroje, které ČNB aktuálně využila nebo využívá, a budou analyzovány dopady v oblasti investování vybraného podniku.

Osnova:

- Definování a legislativní vymezení centrální banky.
- Nástroje centrální banky a jejich vliv na rozhodování investora.
- Popis vybraného podniku.
- Analýza dopadu změn úrokových sazeb na investiční rozhodování v daném podniku.
- Shrnutí výsledků analýzy.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **cca 50 stran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam odborné literatury:

**JÍLEK, J.** Peníze a měnová politika. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2004. 744 s. Edice Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-0769-1.

**JUREČKA, V. a kol.** Makroekonomie. 3. vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. 368 s. ISBN 978-80-271-0251-8.

**KOHOUT, P.** Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 7. vydání. Praha: Grada Publishing, 2013. Edice Finanční trhy a investice. ISBN 978-80-247-5064-4.

**MEJSTRÍK, M., PEČENÁ, M. a TEPLÝ, P.** Bankovníctví v teorii a praxi. 1. vydání. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7.

**POLOUČEK, S. a kol.** Peníze, banky, finanční trhy. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.

**VON MISSES, L.** The Theory of Money and Credit. Second printing. Yale University Press, 2009. ISBN 978-1-933550-55-8.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Simona Pichová, Ph.D.**

Ústav ekonomických věd

Datum zadání diplomové práce: **3. září 2018**

Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2019**

L.S.

doc. Ing. ~~Romana~~ Převrzníková, Ph.D.  
děkanka

doc. Ing. <sup>M</sup>Márcela Kožená, Ph.D.  
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 3. září 2018

Univerzita Pardubice  
Fakulta ekonomicko-správní  
Akademický rok: 2019/2020

## ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE (projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

Jméno a příjmení: **Bc. Petra Valášková**  
Osobní číslo: **E17461**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**  
Téma práce: **Dopad úrokových sazeb na rozhodování investora**  
Zadávající katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

### Zásady pro vypracování

Cílem práce je detailně analyzovat aktuální ekonomickou situaci, kdy bude zkoumán dopad změn výše úrokových sazeb na rozhodování investorů v podnikatelském prostředí České republiky. V práci budou popsány konkrétní nástroje, které ČNB aktuálně využila nebo využívá, a budou analyzovány dopady v oblasti investování vybraného podniku.

Osnova:

- Definování a legislativní vymezení centrální banky.
- Nástroje centrální banky a jejich vliv na rozhodování investora.
- Popis vybraného podniku.
- Analýza dopadu změn úrokových sazeb na investiční rozhodování v daném podniku.
- Shrnutí výsledků analýzy.



Rozsah pracovní zprávy: **cca 50 stran**  
Rozsah grafických prací:  
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

**Seznam doporučené literatury:**

JÍLEK, J. Peníze a měnová politika. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2004. 744 s. Edice Finanční trhy a instituce. ISBN 80-247-0769-1.  
JUREČKA, V. a kol. Makroekonomie. 3. vydání. Praha: Grada Publishing, 2017. 368 s. ISBN 978-80-271-0251-8.  
KOHOUT, P. Investiční strategie pro třetí tisíciletí. 7. vydání. Praha: Grada Publishing, 2013. Edice Finanční trhy a investice. ISBN 978-80-247-5064-4.  
MEJSTŘÍK, M., PEČENÁ, M. a TEPÍČ, P. Bankovníctví v teorii a praxi. 1. vydání. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-7870-7.  
POLDOUČEK, S. a kol. Peníze, banky, finanční trhy. 1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978-80-7400-152-9.  
VON MISSES, L. The Theory of Money and Credit. Second printing. Yale University Press, 2009. ISBN 978-1-933550-55-8.

Vedoucí diplomové práce: **doc. Ing. Jan Cernohorský, Ph.D.**  
Ústav ekonomických věd

Datum zadání diplomové práce: **17. února 2020**  
Termín odevzdání diplomové práce: **30. dubna 2020**

L.S.

---

**doc. Ing. Jan Stejskal, Ph.D.**  
děkan

---

**doc. Ing. Marcela Kožená, Ph.D.**  
vedoucí ústavu



Prohlašuji:

Tuto práci jsem vypracovala samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využila, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byla jsem seznámena s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském, o právech souvisejících s právem autorským a o změně některých zákonů (autorský zákon), ve znění pozdějších předpisů, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 7/2019 Pravidla pro odevzdávání, zveřejňování a formální úpravu závěrečných prací, ve znění pozdějších dodatků, bude práce zveřejněna prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 30. 6. 2020

Petra Valášková

## **PODĚKOVÁNÍ**

Touto cestou bych ráda poděkovala oběma vedoucím této diplomové práce – paní Ing. Simoň Pichové, Ph.D. a panu doc. Ing. Janu Černoorskému, Ph.D. za jejich cenné rady a připomínky. Dále bych ráda poděkovala rodině, která mě po celou dobu studia podporovala.



## **ANOTACE**

Předmětem diplomové práce je analyzovat současnou ekonomickou situaci, kdy primárním cílem je zkoumat vliv změn úrokových sazeb na rozhodování investora v českém podnikatelském prostředí. V této diplomové práci je vysvětlena podstata finančního systému, definována role centrální banky a provedena komparace se zahraničním centrálním bankovníctvím. Dále jsou popsány v posledních letech používané měnové nástroje a jejich vliv na rozhodování investora. Ze zjištěných dat bylo pomocí indukce dojit k závěru, že úroková sazba má spolu s dalšími faktory vliv na rozhodování investora.

## **KLÍČOVÁ SLOVA**

úroková sazba, monetární politika, centrální bankovníctví, analýza, rozhodování

## **TITLE**

The Impact of Changes of Interest Rates on the Investor's Decision-making

## **ANNOTATION**

The goal of the master's thesis is to analyze current economic situation. The main goal is to research the impact of changes of interest rates on the investor's decision-making in the Czech Republic. In this thesis is explained the principal of financial system, defined the central bank's role, made comparison with foreign central banking. Furthermore, the monetary instruments used in recent years and their influence on investor's decisions are described. From the obtained data, it was concluded by induction that the interest rate, together with other factors, influences the investor's decision-making.

## **KEYWORDS**

interest rate, monetary policy, central banking, analysis, decision-making

# OBSAH

<b>Seznam obrázků</b> .....	<b>11</b>
<b>Seznam tabulek</b> .....	<b>12</b>
<b>Seznam zkratk</b> .....	<b>12</b>
<b>Úvod</b> .....	<b>13</b>
<b>1 Finanční systém a bankovníctví</b> .....	<b>14</b>
1.1 Finanční systém .....	14
1.2 Bankovníctví a centrální banky ve světě .....	17
1.2.1 Federální rezervní systém .....	19
1.2.2 Evropská centrální banka.....	22
1.2.3 Česká národní banka .....	24
<b>2 Nástroje centrální banky a jejich vliv na rozhodování investora</b> .....	<b>30</b>
2.1 Úrokové sazby .....	32
2.2 Devizové intervence .....	36
<b>3 Popis vybraného podniku</b> .....	<b>40</b>
<b>4 Rozhodování investora v českém prostředí</b> .....	<b>45</b>
4.1 Analýza dopadu snížení úrokových sazeb na vybraný podnik .....	45
4.2 Analýza dopadu přijetí kurzového závazku.....	49
<b>5 Shrnutí a vlastní doporučení</b> .....	<b>52</b>
<b>Závěr</b> .....	<b>54</b>
<b>Použité zdroje</b> .....	<b>56</b>

## SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Schéma dvousektorového ekonomického systému.....	16
Obrázek 2 Vývoj základní úrokové sazby v průběhu roku 2019.....	21
Obrázek 3 Vývoj základní úrokové sazby v letech 2000 - 2020.....	21
Obrázek 4 Prognóza inflace k 31. lednu 2020.....	28
Obrázek 5 Měnové agregáty.....	28
Obrázek 6 Nástroje ČNB.....	30
Obrázek 7 Mechanika transmisního mechanismu v měnové politice.....	33
Obrázek 8 Vývoj úrokových sazeb v zahraničních ekonomikách.....	36
Obrázek 9 Vývoj inflace bez užití dalších měnových nástrojů.....	36
Obrázek 10 Vývoj devizových rezerv mezi lety 2012 - 2020.....	37
Obrázek 11 Vývoj kurzu a úrokových sazeb v letech 2008 – 2017.....	39
Obrázek 12 Zaměstnanost.....	42
Obrázek 13 Segmenty tuzemských tržeb v roce 2018.....	43
Obrázek 14 Přehled tržeb mezi lety 2011 a 2018.....	44
Obrázek 15 Investice a závazky společnosti mezi lety 2011 a 2018.....	47
Obrázek 16 Úrokové sazby a objem čerpaných úvěrů v letech 2002 - 2019.....	49
Obrázek 17 Vývoj tržeb v letech 2011 - 2018.....	50
Obrázek 18 Vývoj salda zahraničního obchodu.....	51

## SEZNAM TABULEK

Tabulka 1 Úrokové náklady.....	48
--------------------------------	----

## SEZNAM ZKRATEK

CPI	Index spotřebitelských cen
ČNB	Česká národní banka
ČSOB	Československá obchodní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
ECB	Evropská centrální banka
FED	Federal Reserve System
HDP	Hrubý domácí produkt
MMF	Mezinárodní měnový fond
ROS	Rentabilita tržeb

## ÚVOD

Klíčovým tématem pro vypracování této diplomové práce jsou úrokové sazby a jejich změny z pohledu měnového nástroje centrální banky. Obecně jsou úrokové sazby jedním ze základních ukazatelů ovlivňující investorovo rozhodování, a to z důvodu volby mezi spotřebou a úsporami, čímž napomáhají rozdělení finančních zdrojů.

Téma úrokových sazeb, resp. nulových až záporných úrokových sazeb, je stále aktuálním tématem v mnoha zemích, které si tento nástroj vybraly jako nekonvenční způsob obrany před deflací, což bylo důvodem, proč jsem si toto téma pro závěrečnou práci zvolila.

Snížení úrokových sazeb s sebou nepřináší vždy pouze pozitiva v podobě zvýšených investic, ale také riziko vzniku a hromadění nedokončených investic. Díky jimž se může subjekt dostat do situace, kdy nebude schopen dostát svým závazkům a čerpaný úvěr dle úmluvy splácet. Stejně tak nízké úrokové sazby evokují u investorů pocit levnějších finančních zdrojů, díky němuž jsou dostupnější rizikové investice. Ačkoli výše úrokových sazeb nepůsobí stejně na všechny subjekty na trhu, nesou s sebou dlouhodobé nízké úrokové sazby riziko vzniku recese.

Na základě výše uvedeného je **cílem práce detailně analyzovat ekonomickou situaci, kdy bude zkoumán dopad změn výše úrokových sazeb na rozhodování investorů v podnikatelském prostředí České republiky.**

K tomu je třeba splnit následující dílčí cíle, kterými jsou definování a legislativní vymezení centrální banky, charakteristika nástrojů centrální banky včetně jejich vlivu na rozhodování investora, popis vybraného podniku, analýza dopadu změn úrokových sazeb na rozhodování investora a shrnutí získaných výsledků.

V této práci je pozornost věnována hlavně těm nástrojům, které byly použity v posledních letech, tedy úrokovým sazbám a devizovým intervencím.

# 1 FINANČNÍ SYSTÉM A BANKOVNICTVÍ

Následující část diplomové práce se zaměřuje na teoretický úsek finančního systému, vznik a vývoj bankovníctví ve světě s příkladem měnové politiky Spojených států amerických, eurozóny a České republiky.

## 1.1 Finanční systém

Do finančního systému jsou zahrnovány veškeré transakce spojené s hodnotou peněz. Jsou jimi například platby za výrobky a služby, splátky dluhů, investice, úspory, poskytování půjček či úvěrů. Jednotlivé transakce jsou realizovány pomocí finančních dokumentů, institucí a probíhají na různorodých trzích. Finančními dokumenty jsou chápány veškeré druhy a formy cenných papírů, díky kterým jsou závazky i pohledávky prokazovány. Konkrétním příkladem jsou obligace, bankovní depozita, ale i akcie, podílové listy, atp. Nejběžnější a nejlikvidnější formou finančního dokumentu jsou peníze. Druhým ze základních prvků finančního systému jsou instituce, které finanční dokumenty vytvářejí a obchodují s nimi. Příkladem jsou komerční banky, spořitelny, pojišťovny, penzijní fondy, makléřské či leasingové společnosti, a další. Posledním zmiňovaným prvkem je finanční trh, jehož nedílnou součástí je trh peněžní, kapitálový či devizový. Finanční systém a jeho stabilita je žádoucí pro celkovou stabilitu ekonomiky. Proto ve většině států existují instituce orientované na problematiku stability finančního systému. V České republice se vychází ze *zákonu č. 6/1993 Sb.*, o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, kde je popsána péče o finanční stabilitu jako základní úkol centrální banky. Finanční stabilitou je chápáno dosažení mezí plněním funkcí bez nežádoucích důsledků pro jak budoucí, tak i současný vývoj ekonomiky, a budováním šokové odolnosti. Ke stabilitě vede nejen samostatná činnost centrální banky, ale i spolupráce s dalšími národními i nadnárodními institucemi.

V posledních dekádách dochází k výraznému rozvoji finančních institucí, který je ovlivňován ekonomickými faktory i globalizací. Mezi ekonomické faktory řadíme změnu cenové úrovně a změnu úrokových sazeb, jejichž růst byl v polovině 20. století stabilní. Oproti tomu od druhé poloviny šedesátých let byl prostřednictvím růstu cenové úrovně a úrokových sazeb vyvíjen značný nátlak ke změně dosavadního finančního systému. Počátkem roku 1990 vstoupily



v platnost 2 zákony – zákon o státní bance československé<sup>1</sup> a zákon o bankách a spořitelnách, které jsou základním stavebním kamenem pro funkci dvoustupňového bankovního systému. Mejstřík (2014) ve své knize uvádí, že „*institucionalizaci investorů doprovází globalizace (podpořená zavedením společné měny) a technický rozvoj, který umožňuje řešení informační asymetrie a platebního systému bez bankovních institucí.*“ To společně vede ke snižování míry specializace, resp. k růstu univerzálnosti. V poválečném období měly na trhu dominantní postavení banky. Jinak tomu nebylo ani v Československu, kde do 80. let minulého století byly jednotlivé instituce vysoce specializované. Banky prováděly transakční a zprostředkovatelské služby, z menší části se podílely na vývoji obchodu s cennými papíry. Od této časové hranice docházelo k despecializaci, deregulaci a ke sjednocování norem bankovního prostředí v tuzemsku a zahraničí.

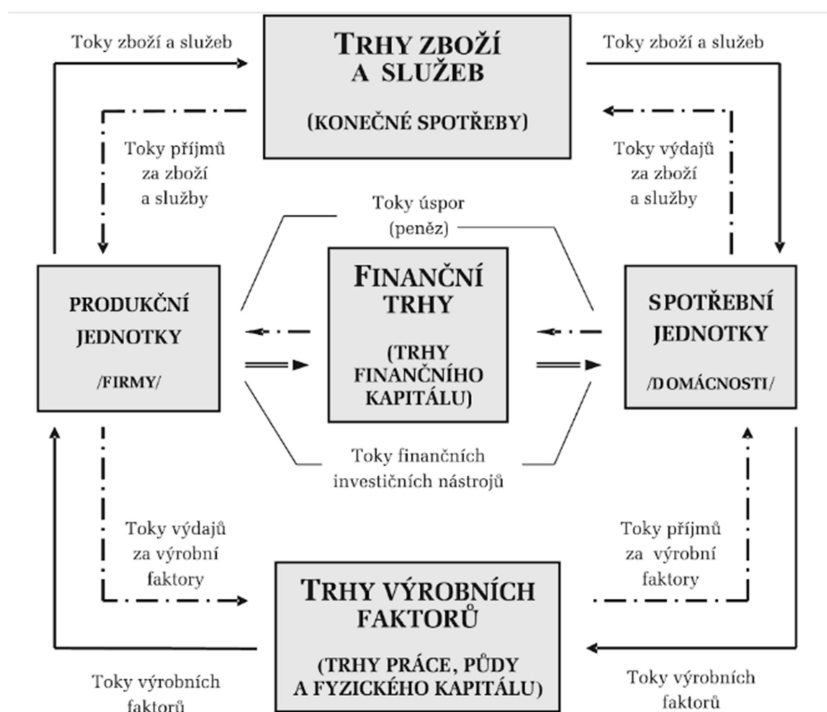
Dnes jsou jiné možnosti, a to zejména v oblasti transakčních služeb. Jednotlivé instituce nabízejí používání elektronického bankovníctví prostřednictvím informačních technologií, smartphonů, atp. Tok finančních zdrojů mezi přebytkovým subjektem a subjektem deficitním je prováděn prostřednictvím transakčních služeb za současné úspory nákladů z rozsahu. Uspořené prostředky jsou transferovány subjektům k využití na investice. Běžným postupem je vydání dlužného cenného papíru. Věřitelé však upřednostňují dlužné cenné papíry, které jsou vydány finanční institucí, čímž se tato instituce stává zprostředkovatelem. Hlavním cílem finanční instituce je generovat zisk, což je důvod pro zpoplatnění nabízených a následně prováděných služeb. Zisku je dosahováno za použití úrokové sazby, kdy vstupní kapitál získaný od přebytkových subjektů je levnější než nabízený kapitál subjektům deficitním. Podstatu vzniku příjmů lze ospravedlnit přítomností rizika, které finanční instituce podstupuje. A zároveň jako nárok na kompenzaci transakčních nákladů, jež vznikají právě vlastním nákupem či prodejem daného cenného papíru. Finanční instituce lze rozdělit několika způsoby. Jedním z nich je členění na 3 skupiny, které používá ve svých publikacích pan Rejnuš. Jedná se o skupinu institucí nabízejících investiční produkty a služby (př. banky), skupinu institucí nabízející neinvestiční produkty a služby (př. pojišťovny) a jako poslední uvádí skupinu ostatních institucí. Dělení v praxi však není striktní a některé instituce je možné zařadit do více skupin, což je důsledkem zmiňované despecializace institucí, která se opírá o šíři bankovních licencí, které umožňují bankovním i nebankovním institucím nabízet produkty blízké depozitům. I přes

---

<sup>1</sup> Zákon č. 31/1950 Sb., o Státní bance československé byl s vývojem centrálního bankovníctví nahrazen několika jinými zákony, přičemž aktuálně je platný zákon č 6/1993 Sb., o České národní bance

značnou míru univerzalizace lze však využívat ekonomických výhod specializace, což je jedním z důvodů pro existenci stavebních spořitelen, hypotečních bank, aj. i nadále.

Dalším prvkem, který v rámci finančního systému zastává významnou roli, je finanční trh se všemi svými dílčími trhy – trh peněžní, trh kapitálový, trh s cizími měnami a drahými kovy. Rejnuš vidí zásadní význam finančního trhu ve zvýšení efektivity, kterou přináší. Uvádí (Rejnuš, 2014), že „posláním finančních trhů je, přemísťovat peníze od přebytkových subjektů k subjektům deficitním, a to především k těm, jež pro ně mají nejefektivnější využití.“ Což lze považovat za jeho primární funkci. V ekonomickém systému jsou jednotlivé trhy definovány podle funkce. Prvním je trh výrobních faktorů (kapitál, práce, půda), který dodává do systému vstupy. Druhým trhem je trh zboží a služeb, resp. konečné spotřeby. Jejich vzájemná propojenost umožňuje poskytovat výrobní faktory a inkasovat za ně peníze, které jsou dále používány na nákupy statků (zboží, služby). Naopak podnik může inkasovat peněžní prostředky od domácností za prodej svých výrobků či služeb a za přijaté peníze nakupovat výrobní faktory. Tyto procesy jsou vyobrazeny ve dvou sektorovém diagramu ekonomického systému na obrázku č. 1. Je tedy zřejmé, že finanční trh je důležitou součástí ekonomického systému z důvodu toho, že zajišťuje jeho obsluhu, čímž se dále podílí na fungování tohoto systému.



Obrázek 1 Schéma dvou sektorového ekonomického systému. Zdroj: Rejnuš, 2014, s. 47

Na finančním trhu se střetávají nabídka s poptávkou po finančních nástrojích. Uzavření obchodu je symbolem spokojenosti obou stran. Při realizaci jednotlivých transakcí se využívají

tři možné metody financování, kterými jsou přímé, polopřímé a nepřímé financování. Přímé financování je charakteristické svou jednoduchostí a je aplikováno například při vypůjčení peněz od známého či při nákupu cenných papírů přímo od emitenta, aj. Jedná se o financování přímo mezi přebytkovým a deficitním subjektem, čili bez zprostředkovatele. Avšak častým problémem při tomto způsobu financování je nalezení shody pro uzavření obchodu a samotná důvěra v druhou stranu obchodu. Financování polopřímé je kombinací přímého a nepřímého financování, jak lze intuitivně chápat z názvu. Přebytkový a deficitní subjekt se setkávají na popud prostředníka z brokerské společnosti nebo dealerské společnosti. Tento způsob je levnější než financování nepřímé, ale investor zde podstupuje vyšší riziko. Nepřímé financování poskytuje složitější služby prostřednictvím institucí (například obchodní banky), které vystupují jako zprostředkovatel daného obchodu. Vkladatelé šetří pomocí prostředníka náklady na investici, zároveň je snižováno riziko díky stabilní zprostředkovatelské instituci. Na druhé straně, podniky mohou čerpat rozsáhlejší úvěry, kdy se finanční prostředky na jejich poskytnutí od vkladatelů slučují. Díky těmto procesům roste efektivita finančního trhu.

## **1.2 Bankovníctví a centrální banky ve světě**

Základem pro vznik a vývoj bankovníctví je existence peněz, jejichž vznik vyřešil problém s naturální směnou. Ludwig von Mises ve své knize (2009) volným překladem uvádí že, předpokladem pro vznik a plnění všech funkcí, kdy první je chápání peněz jako prostředek směny, je všeobecné uznání tohoto prostředku v jeho celé míře. To znamená, že každý přijme peníze v jejich dané hodnotě a je si jist, že tuto hodnotu přijme i další člověk při následujícím obchodu. Používání univerzálního platidla vede ke snižování transakčních nákladů a času, čímž roste ekonomická efektivita, resp. dochází k ekonomickému růstu. Dále peníze fungují jako měřítko cen (účetní jednotka), uchovatel hodnoty, což je volnými slovy překlenutí času mezi příjmem důchodu a následnou spotřebou. Překlenutí může být různě dlouhé a může mít podobu peněz držených v hotovosti (vysoká likvidita, žádný výnos) nebo prostřednictvím bankovních vkladů. Při využití bankovních vkladů získává vkladatel úrok, na druhou stranu se mu snižuje likvidita.

Vývoj peněz a vznik bank, které mohly emitovat různé bankovky, šel k vytvoření instituce centrální banky. A to převážně z důvodu padělků a nepřehlednosti nastaveného systému. Centrální banka nebo měnová agentura je zavedena v téměř všech zemích světa. Nejstarší z nich je švédská Sveriges Bank a poté Bank of England. Do doby než vypukla první světová válka lze sledovat úzkou vazbu mezi emitovanými bankovkami a drahými kovy – prvořadě zlatem.

Touto vazbou bylo limitováno množství právě emitovaných bankovek. Po válce byl zaveden tzv. měnový zlatý standard, který představoval pouze částečné krytí peněz zlatem. V současné době není na emitovaných bankovkách uvedeno jejich krytí. To z toho důvodu, že je krytí bankovek součástí celkového krytí aktivity ČNB. Zlatý standard není dnes využíván i z důvodu směřování ekonomiky k neustálé deflaci, snižování HDP, růstu nezaměstnanosti, kdy všechny tyto aspekty nejsou cílem měnových politik (viz kapitola 2 Monetární politika ČNB). „*Peníze se potýkají se dvěma riziky – inflací a ztrátou peněz způsobené krachem banky. Inflace je spojena se všemi finančními aktivy na trhu*“ (Jílek, 2013a). Inflace představuje nárůst cenové hladiny zboží a služeb v ekonomice za určité časové období. Lze ji definovat jako snížení kupní síly a vypočítává se prostřednictvím indexu spotřebitelských cen (CPI), indexem cen výrobců či deflátozem HDP. Je všeobecně známo, že vysoká míra inflace je způsobena nadměrnou zásobou peněžních prostředků. Druhé riziko je dnes ošetřeno pojištěním vkladů do výše 100 000 eur pro každého vkladatele v každé bankovní instituci. Toto pojištění vzniklo nejen pro ochranu vkladatele, ale i pro ochranu bank před tzv. runem na banku, který lze charakterizovat jako hromadné vybírání vkladů. V dnešní době však dochází ke krachům banky velmi zřídka, a to i díky kontrolní činnosti centrálních bank. Z čehož lze usuzovat, že jsou peníze na finančním trhu považovány za bezrizikové aktivum.

Bankovní systém může mít všeobecně dvě podoby. Prvním typem bankovního systému je jednostupňová soustava, kde všechny obchodní banky vykonávají veškeré funkce, a zároveň nemá žádná z bank jedinečné pravomoci, čili zde nevystupuje banka centrální. Druhým typem je systém dvoustupňový, který je tvořen centrální bankou a obchodními bankami.

Centrální banky vznikaly postupně během 19. století. Jak již bylo zmíněno v předchozí části, mezi nejstarší patří švédská a londýnská centrální banka. Centrální banka má obecně za úkol dohlížet na finanční trh, provádět měnovou politiku a reprezentovat stát na mezinárodních trzích. Po celém světě lze identifikovat různé bankovní systémy, s centrálními bankami s odlišnou hierarchií cílů, s různými nástroji, pomocí nichž daných cílů dosahují. V následující části jsou uvedeny informace ze zahraničního prostředí - konkrétně se jedná o Spojené státy americké a jejich FED, dále evropské země, kde je centrální bankou ECB. České prostředí je nastíněno také, avšak v této kapitole pouze z hlediska uspořádání a funkcí centrální banky. Měnové politice ČNB je z důvodu rozsáhlosti tématu a hlavnímu cíli této práce věnována samostatná kapitola, jež detailně popisuje nástroje ČNB používané k dosažení stanovených cílů, zároveň reflektuje průběh a výsledek použití těchto nástrojů v posledních desetiletích.

### 1.2.1 Federální rezervní systém

Federální rezervní systém (FED), je neziskovou společností představující centrální bankovní systém Spojených států amerických, avšak zároveň podléhající dohledu Kongresu. Lze tvrdit, že FED provádí činnosti vedoucí k podpoře efektivity americké ekonomiky, zajištění měnových, finančních a platebních systémů. Organizačními složkami FED jsou Nejvyšší rada guvernérů, která je jmenována prezidentem, dále federální výbor pro otevřený trh, 12 neziskových Regionálních federálních rezervních bank působících jako fiskální agenti a další poradní sbory. Měnovou politiku sestavuje tak, aby bylo dosaženo vysokého procenta zaměstnanosti, cenové stability a stability dlouhodobých úrokových sazeb. Finanční stabilita je podporována prostřednictvím monitorování možných systémových rizik, která jsou minimalizována. Zároveň provádí dohled na finančním trhu tak, aby byla podporována bezpečnost a spolehlivost bankovních institucí s dostupným přístupem k realizaci bankovních transakcí. Federální rezervní systém dále prosazuje dohled a reinvestování, ačkoli pečlivě sleduje dopady na politiky a postupy finančních služeb na spotřebitele a komunity. V posledních letech však rada guvernérů dospívá k závěru, že se investiční prostředí často mění a je třeba reagovat určitými opatřeními, kterými jsou například vybudování nové infrastruktury, rozšíření výzkumu, atp. (Federal Reserve System, 2016)

Novodobý vývoj FED je vhodné rozdělit do dvou období, a to na období před světovou krizí, resp. před rokem 2007 a po krizi, resp. po roce 2007. Před kvantitativním uvolňováním prostředků do ekonomiky v roce 2008, dodával FED likviditu a jen výjimečně ji stahoval. Tyto operace byly prováděny prostřednictvím národního obchodního dealingu podle pokynů Federálního výboru volného trhu. Využívalo se k tomu cca 40 dealerů obchodujících s americkými federálními dluhopisy a cennými papíry, které byly zajištěny hypotečními úvěry emitovanými agenturami, jež sponzorovala vláda. *„Byly prováděny přímé koupě amerických federálních dluhopisů a dluhopisů krytými hypotečními úvěry či naopak přímé prodeje. Tyto operace jsou označovány jako trvalé operace FED. Dále FED prováděl dočasné operace, kdy poskytoval úvěry formou reverzních rep, a naopak přijímal úvěry formou rep (stahování likvidity)“* (Jílek, 2013b). Kromě toho byly realizovány i repo obchody, které byly prováděny jako jednodenní (overnight) nebo termínové. Reverzní repa se realizovala v případě potřeby dočasného zvýšení likvidity. Reverzní repo funguje opačně nežli běžné repo. Čili FED nakupuje cenné papíry se závazkem, že je k určitému dni prodá dealerovi zpět. Souhrnně jsou tyto operace nazvány jako systémové repo obchody. Po vzniku hospodářské krize došlo k výrazným změnám, kdy FED koupil velké množství aktiv v rámci kvantitativního uvolňování. Zároveň po-

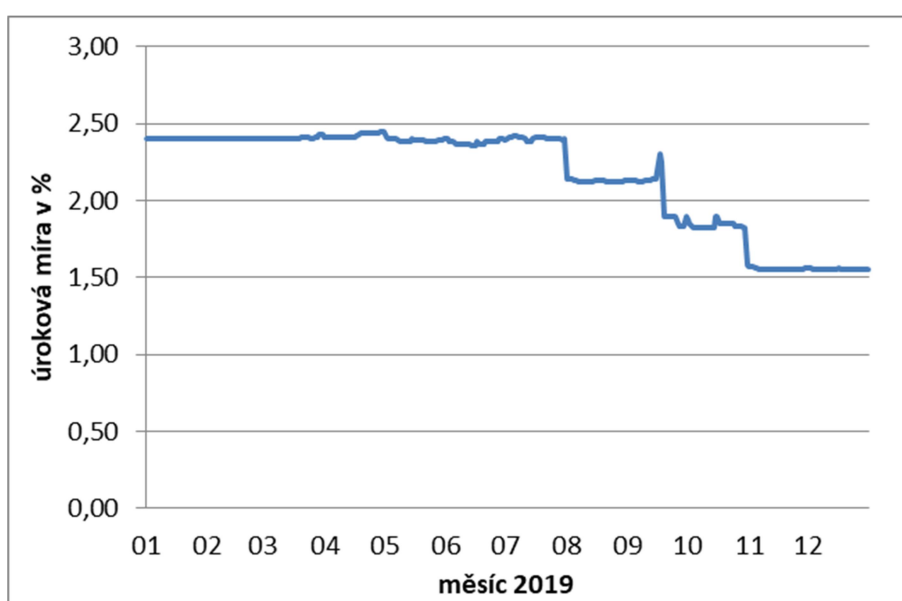
skytl velký objem úvěrů specifickým institucím za účelem poskytnutí pomoci. Tím se však značně zvýšily rezervy vkladových institucí nad požadovanou úroveň. Proto byla cílová míra federálních prostředků stanovena v intervalu 0 až 0,25 %. Z čehož vyplývá, že FED nemusí poskytovat ani stahovat rezervy a ponechává je na rezervním účtu. Ve Spojených státech amerických byl zaveden pojem diskontní okno, které představuje možnost získat od FED krátkodobý úvěr s diskontní sazbou. Nelze to považovat za operaci na volném trhu, protože cílem diskontního okna je získat likviditu. Diskontní okno nabízí čtyři druhy úvěru – primární, sekundární, sezónní a výjimečný. Primární úvěr je krátkodobý, ve většině případů jednodenní úvěr poskytovaný spolehlivým stabilním institucím s průměrnou úrokovou sazbou 0,5 %. Na druhou stranu je třeba mít veškerá diskontní okna zajištěná kolaterálem, proto je v současnosti tato metoda využívána pouze výjimečně. Sekundární úvěr je charakteristický pro instituce, které nemohou dosáhnout na získání primárního úvěru. Pověštinou se jedná o dražší úvěr, kdy je úroková sazba vyšší než 0,5 %, který je poskytován za účelem vyřešení problému s likviditou. Sezónní úvěr představuje úvěr malým institucím na občasné potřeby likvidity. Typickým příkladem jsou vkladové instituce v zemědělských a turistických oblastech. Posledním typem je úvěr výjimečný, který ztělesňuje možnost FED poskytnout úvěr domácnostem za neobvyklých okolností. Avšak s postupným vývojem amerických finančních trhů došlo k úpadku diskontních oken, jelikož bylo výhodnější a efektivnější pro získání likvidity využít operací na volném trhu.

Již v době finanční krize (konkrétně v prosinci 2008) zavedl FED nulové úrokové sazby, které byly bez změny až do roku 2015, kdy byla „úroková sazba zvýšena o čtvrt procentního bodu“ (Eurozprávy, 2015). Cílem tohoto nekonvenčního rozhodnutí byla podpora ekonomiky v době krize. Další vývoj měl být pozvolný s ohledem na výši inflace. Během následujících let se několikrát úroková sazba zvýšila a s ní i míra inflace, avšak stále docházelo ke kvantitativnímu uvolňování likvidity do ekonomiky. Zároveň došlo k zadlužení na „104 % HDP“ (Cyrrus, 2018), což je enormní i z pohledu porovnání s Maastrichtským kritériem pro vstup do Eurozóny – to stanovuje maximální akceptovatelnou výši dluhu veřejného sektoru na 60 % HDP. Roční růst HDP je vysoko nad dvěma procenty a v roce 2019 to tak i zůstane. To však naráží na problém, který způsobují rostoucí úrokové sazby. S růstem sazby dochází k růstu i úroků na veřejném dluhu. Pokud by tento růst sazby odpovídal míře růstu inflace, nevznikl by problém se splácením dluhu. Zvýšená úroková sazba se na dluhových úrocích projeví s několikaletým zpožděním. Jelikož má FED za cíl i cenovou stabilitu a ekonomický růst, lze předpokládat, že bude ochotný snést i vyšší míru inflace, než aby ohrozil jeden z těchto zmi-

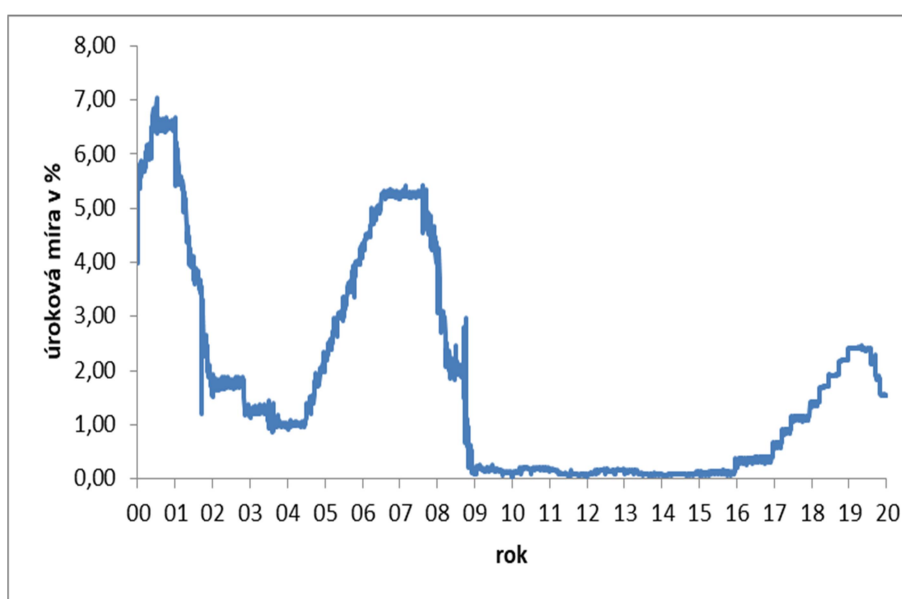


ňovaných cílů. Ve srovnání s evropskými centrálními bankami FED klade důraz na operace na volném trhu. Po probíhající kvantitativní uvolňování má nakoupeno velké množství cenných papírů, které nyní může prodávat a stahovat tak z trhu likviditu, čímž by byl utlumen růst inflace i bez přímého zvyšování sazeb.

Níže jsou graficky vyobrazené vývoje úrokové sazby v rámci roku 2019 a dále dlouhodobý vývoj. Aktuálně je cílem FED udržet úrokovou sazbu v rozmezí od 1,5 % do 1,75 % - výše úrokové sazby v lednu 2020 byla 1,55 %, což spadá do cílového rozmezí. V grafu dlouhodobého vývoje je jasně znatelný pokles úrokových sazeb po roce 2007, kdy došlo k finanční krizi.



Obrázek 2 Vývoj základní úrokové sazby FED v průběhu roku 2019. Zdroj: vlastní zpracování, FRED, 2020



Obrázek 3 Vývoj základní úrokové sazby FED v letech 2000 - 2020. Zdroj: vlastní zpracování, FRED, 2020

## 1.2.2 Evropská centrální banka

Eurosystem využívá operací na volném trhu, které je možné podle cíle a pravidelnosti rozdělit na charakteristické skupiny. První skupinou jsou hlavní refinanční operace, které představují reverzní repa s týdenní pravidelností a dvoutýdenní splatností. Další skupinou jsou dlouhodobé refinanční operace, které poskytují likviditu prostřednictvím reverzních rep s měsíční pravidelností a tříměsíční splatností. Doladovací operace se cílí na řízení likvidity na trhu prostřednictvím ovlivňování úrokových měr. Následující skupinou jsou strukturální operace, jež provádí Evropská centrální banka (ECB) za využití reverzních rep, emise dluhopisů, přímých nákupů a prodejů. Předposlední skupinu tvoří úvěrový nástroj k získání jednodenní likvidity od národních centrálních bank proti přijatému kolaterálu a následuje vkladový nástroj, jenž je používán k provedení jednodenních vkladů u národních centrálních bank. Eurosystem ve většině případů využívá funkcí pěti nástrojů měnové politiky, a to reverzní repa a repa, přímé nákupy a prodeje, emise dluhopisů, měnové swapy a vklady. Politika ECB záměrně využívá účasti velkého počtu partnerů. Některé instituce rozlišují obchodovatelná a neobchodovatelná aktiva, avšak Eurosystem tyto rozdíly nedělá. Jedinou výjimkou je nepoužívání neobchodovatelných aktiv u přímých nákupů a prodejů.

Aktuální vývoj je však specifický nulovými úrokovými sazbami. V Evropě byla zavedena jednotná úroková míra – 0,1 % na všechny volné prostředky mimo vklady veřejné správy. Dále „*Evropská centrální banka uvalila negativní úrokové sazby i na běžné účty komerčních bank*“ (Angrick, 2017), za předpokladu, že se budou jejich vklady nacházet nad hranicí povinných minimálních rezerv. Očekávané výsledky se však nedostavovaly a proto ECB zahájila nákup aktiv, krytých cenných papíry. Výsledkem byla stabilita volatility bez poklesu množství obchodů. V roce 2014 se však inflace držela na 0,8 % a růst HDP v eurozóně nekořespondoval s očekáváním. To vedlo ke snížení vkladové facility na – 0,1 %. Nebylo to však jediné snížení a nejvyšší zápornou úrokovou sazbou se stala míra – 0,4 %. Opět se výsledek minul s očekáváním ECB – banky nebyly dostatečně povzbuzeny k vyšší míře půjčování. Ve třetím kvartálu 2014 se úvěry domácností dostaly výš, ale následoval opět pokles pod úroveň nuly. Tyto vlivy donutily spořitelé ukládat peníze ve značné míře do dluhopisů. Enormní zájem o domácí i zahraniční dluhopisy, ale paradoxně přinesl pro mnohé investory záporné výnosy. Pokud koupili cenné papíry v době, kdy byla tržní cena vysoká, tak se snadno mohlo stát, že cena v době maturity dluhopisu byla nižší než nákupní a ani úroky by nepokryly rozdíl. Nebo v extrémním případě, který nastal v Německu a později i v Japonsku a Francii, kdy byl o dluhopisy enormní zájem, byl výnos dluhopisů záporný. Tedy investoři

platili za možnost půjčit vládám těchto zemí. Situace byla podtržena doznívající finanční krizí, která nutila investory k přesunu prostředků z bankovních účtů na instrumenty s kladným výnosem a dluhopisy se jeví jako rozumná investice. Díky nízké inflaci se mnohé subjekty rozhodly pro držení hotovosti. A to přes mnohdy negativní výnosy na straně dluhopisů a rizikům spojeným s držení hotovosti. Hromadění hotovosti se mimo to týká spíše malých podniků a jednotlivců, protože náklady na zabezpečení hotovosti a administrativní náklady by měly být pro velké a střední podniky nepřijatelné. „*ECB dále nakupovala každý měsíc aktiva v hodnotě 60 miliard eur, kdy velká část prostředků byla použita na nákup dluhopisů vydaných zeměmi eurozóny*“ (European Central Bank, 2015). Cílem tohoto počínání bylo uvolnění prostředků do ekonomik daných zemí s účelem zvýšení inflace na 2 %, která jsou považována za inflační cíl eurozóny. Dluhopisy se zápornou úrokovou sazbou získaly na oblibě i u velkých důvěryhodných firem. V roce 2016 dosahovala celosvětová hodnota dluhopisů 13,4 bilionů dolarů. Evropská centrální banka však nedostala očekávanou odpověď ze strany spotřebitelů, což bylo důvodem, proč nabídla komerčním bankám bezúročné půjčky. Za předpokladu, že komerční banka navýší množství půjčených prostředků o 2,5 % vzhledem k předchozímu období, centrální banka promine 0,4 % z půjčky. Stejný postup aplikovala i švédská centrální banka v roce 2009. Podle Jacksona (2015) je zavedení záporných úrokových sazeb jedna z dalších možností, jak do ekonomiky uvolnit další peněžní prostředky. Avšak upozorňuje, že toto řešení nemusí být funkční s ohledem na závislost na investičních příležitostech, ekonomickém zdraví podniků a poskytování úvěrů bankami.

Výsledkem opatření vydaných ECB bylo částečné zvýšení inflace za současného přebytku likvidity. Monetární politika evropské centrální banky je složitější díky rozdílným reakcím jednotlivých trhů. U zemí, které měly aktivní obchodní saldo, docházelo k přebytku likvidity a naopak. V průběhu roku 2014 došlo k navýšení úrokových sazeb úvěrů a snížení vkladových sazeb pro domácnosti a nefinanční podniky na běžných účtech. Avšak objem obchodování na evropských trzích zůstal ve srovnání s obdobím před zavedením záporných úrokových sazeb stabilní. Zásadní je, že v žádné z evropských ekonomik, které zavedly záporné úrokové míry, nedošlo k přesunu úspor spořitelů do hotovosti. Nicméně v případě, že budou zavedeny dlouhodobě, je zde riziko změny tohoto trendu, protože některé banky zavádějí nové poplatky, kterými se snaží odradit spořitele od velkých vkladů.

*„Na zasedání v červenci 2017 ECB rozhodla o ponechání nulové základní úrokové sazby, zápůjční sazby na 0,25 % a depozitní sazby na – 0,4 %. Zároveň uvedla, že tyto úrokové sazby by ráda ponechala minimálně do léta 2019. Současně došlo k utlumení kvantitativního uvol-*

ňování peněz na 15 miliard eur<sup>2</sup>“ (Investiční web, 2018). Tyto podmínky nastavila ECB z důvodu odchýlení výsledků ekonomiky od predikcí. Je důležité dosáhnout udržitelné dvouprocentní inflační úrovně. Guvernér Mario Draghi zhodnotil použití netradičních nástrojů monetární politiky za úspěšné vzhledem k oživení ekonomik eurozóny. Podle Draghiho je však důležité uskutečnit reformy v členských zemích. V říjnu 2019 proběhlo poslední zasedání ECB v čele s guvernérem Mariem Draghi, kterého ve funkci nahradí Christine Lagardeová, jež působila v čele Mezinárodního měnového fondu (MMF). Výsledkem tohoto zasedání bylo ponechání výše úrokové sazby dle dlouhodobého plánu na 0 %, s tím, že tato úroveň nebude měněna až do doby, kdy se inflace dostane k inflačnímu cíli 2 %. U depozitní sazby došlo k poklesu o desetinu procentního bodu z - 0,4 %. ECB se od 1. listopadu vrací ke kvantitativnímu uvolňování v objemu 20 miliard eur měsíčně. Délka tohoto uvolňování není známa, ale lze počítat s dlouhodobým horizontem tak, aby byl splněn primární cíl evropské ekonomiky, kterým je udržet stabilní měnu a ochránit tak všechny své členy. Snížení meziročního tempa růstu je přisuzován vypjatým obchodním vztahům, které jsou výrazně ovlivňovány odchodem Velké Británie z EU.

### 1.2.3 Česká národní banka

V České republice je užíván dvoustupňový bankovní systém, který je tvořen centrální bankou a obchodními bankami. Centrální bankou na území České republiky je Česká národní banka (ČNB), která „je zřízena Ústavou ČR dle zákona č. 6/1993 Sb. České národní rady o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a dalšími právními předpisy. Její sídlo je v Praze, kdy svou činnost vykonává prostřednictvím pražského ústředí a šesti mimopražských pracovišť (konkrétně v Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a Ostravě“ (ČNB, 2020d). ČNB vystupuje i na zahraničním poli, kdy je součástí Evropského systému centrálních bank. Z této pozice vykonává dohled nad finančními trhy, úzce spolupracuje s Evropskou radou pro systémová rizika a dalšími orgány dohledu.

Hlavním cílem ČNB je dle zákona<sup>3</sup> péče o cenovou stabilitu, k jejímuž dosažení je používán měnově politický režim cílování inflace. Cenová stabilita je definována jako „malá, ale kladná inflace“ (ČNB, 2020d), která je v České republice stanovena na 2 %. Dalším cílem je fi-

---

<sup>2</sup> Kvantitativní uvolňování finančních prostředků bylo poprvé sníženo ze šedesáti miliard na třicet miliard v lednu 2018.

<sup>3</sup> § 2 zákona č. 6/1993 Sb., České národní rady o České národní bance, ve znění pozdějších právních předpisů

nanční stabilita a bezpečné fungování finančního systému. „*Finanční stabilitu jako jeden z cílů centrální banky České republiky lze chápat jako situaci, kdy jsou funkce finančního systému plněny bez závažných poruch a nežádoucích účinků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku. Současně se systém jeví jako vysoce odolný vůči šokovým tem<sup>4</sup>*“ (ČNB, 2020e). Stabilizační funkci neplní pouze centrální banka, ale i ostatní složky hospodářské politiky, proto je možné tuto politiku nazývat jako makroobezřetnostní.

Pro výkon je důležitá autonomie a nezávislost této instituce, proto má jako svůj nejvyšší řídicí orgán bankovní radu, jež je tvořena sedmi členy – guvernérem Jiřím Rusnokem, dvěma vice-guvernéry Markem Morou, Tomášem Nidetzským a čtyřmi členy Vojtěchem Bendou, Oldřichem Dědkem, Tomášem Holubem a Alešem Michlem – jmenovanými prezidentem České republiky bez návrhů a rad vlády na 6 let, kdy se složení obměňuje postupně. Vedle personální nezávislosti je tu nezávislost institucionální, která spočívá v zákazu přijímat či vyžadovat pokyny od prezidenta republiky, vlády, parlamentu či jiných subjektů. ČNB samostatně definuje inflační cíle a nástroje k jejich dosažení, což je považováno za tzv. funkční nezávislost. Finanční nezávislost se opírá o zákaz přímého financování veřejného sektoru. Česká národní banka je oddělena od veřejných rozpočtů, kdy své náklady hradí ze svých výnosů, čili není financována z peněz daňových poplatníků. Každý rok je centrální banka povinna zpracovat účetní uzávěrku a roční zprávu o výsledku hospodaření. Z nezávislosti centrální banky vyplývá i transparentnost měnové politiky. Ta spočívá ve veřejném vyvěšování informací ohledně hlavního cíle měnové politiky, výši inflačního cíle, metody pro dodržení inflačního cíle, prognóz inflace a rizicích s ní souvisejících. Dále zveřejňují měnově politická opatření a důvody k těmto rozhodnutím vedoucí. Díky transparentnosti jsou rozhodnutí ČNB předvídatelné a pochopitelné i pro veřejnost.

Centrální banka má mnoho funkcí – jako jediná může emitovat hotovostní peníze (mince a bankovky), vystupuje jako banka bank, což zahrnuje poskytování úvěrů komerčním bankám, přijímání vkladů od komerčních bank, provádění platebních a zúčtovacích operací. Vklady na účet vedený u centrální banky mohou mít 3 podoby – povinné minimální rezervy, prostředky k realizaci zúčtovacích a platebních operací, a dobrovolné vklady, resp. rezervy. Poskytované úvěry mají nejčastěji z hlediska poptávky dvě podoby – úroková sazba (diskontní) je natolik nízká, že jsou prostředky centrální banky velmi levným zdrojem, nebo obchodní banky potře-

---

<sup>4</sup> Šok je definován jako neočekávané vychýlení od trendu buď na straně poptávky (díky prudkému nárůstu cen) či nabídky (díky nárůstu cen dovážených surovin, změnám nepřímých daní nebo ropy).

bují zajistit likviditu, kdy pak centrální banka vystupuje jako věřitel poslední instance. Uskutečnění platebních a zúčtovacích operací je ve světě možné i u jiných bank, než pouze u centrálních, avšak v České republice tomu tak není. Další operace, které centrální banka provádí, jsou operace s cennými papíry, kdy centrální banka nakupuje nebo prodává dluhové cenné papíry (nejčastěji státní pokladniční poukázky, vlastní poukázky), čímž je vyrovnávána likvidita bank. Další funkcí je role banky státu, kdy centrální banka vede účty a provádí operace pro vládu a její orgány. Mezi tyto operace patří veškeré činnosti související s pokladním plněním státního rozpočtu. Z popudu těchto činností byl zaveden termín fiskální agent vlád, kde jde o vedení účtu, úhrady a inkasa a jiné operace odvíjejících se od hospodaření státního rozpočtu v daném období, resp. roce. V jakkoli sestaveném státním rozpočtu (schodkový, vyrovnaný, přebytkový) může docházet k předstihu výdajů před příjmy, jež musí být kryty státním cenným papírem, nejčastěji státní pokladniční poukázkou. Centrální banka může být pověřena správou státního dluhu, což v případě České republiky Česká národní banka je. Do této činnosti spadá poskytování a splácení úvěrů včetně úroků, emise pokladničních poukázek a dluhopisů. Avšak, jak vychází z pravidel nezávislosti centrální banky, není povoleno přímé financování veřejného sektoru. To je důvodem pro podmínění dluhu úpisem státních cenných papírů a následným prodejem na finančním trhu. Neméně důležitou funkcí centrální banky je správa devizových rezerv, kdy centrální banka tyto rezervy shromažďuje a operuje s nimi na devizovém trhu. Realizované operace lze rozdělit podle cíle, ke kterému operace vedou. Jedná se o zabezpečení devizové likvidity, čili nutnost zajistit dostatečné množství devizových rezerv vzhledem k plánovaným platbám do zahraničí. Druhou skupinou je udržení hodnoty devizových rezerv, zisk výnosů z devizových rezerv, kdy centrální banka investuje přebytečné devizové prostředky do zahraničních cenných papírů. Poslední skupinou je ovlivňování úrovně a vývoje měnového kurzu domácí měny vůči zahraničním měnám, k čemuž centrální banka využívá kurzové intervence. Ze zmíněných funkcí vyplývají činnosti, které centrální banka vykonává, kromě emise oběživa a definování měnové politiky, provádí platební styk (včetně mezinárodního zúčtování prostřednictvím systému CERTIS), provádí statistickou činnost, reprezentuje stát na mezinárodním finančním trhu (zasedání Mezinárodního měnového fondu a Světové banky), řídí peněžní oběh, což představuje stanovení množství kusů, strukturu uvolněných bankovek dle jejich nominální hodnoty a vývoj v závislosti na čase. Dále vytváří regulace a dohled nad bankovním systémem. Čili dohlíží na činnost bank a ostatních institucí v bankovním systému. „Činnost dohledu však může přinášet i systémové problémy – konflikt zájmů mezi měnovou politikou na jedné straně a dohledem nad bankami na straně druhé. Integrovaný dohled centrální banky znamená, že centrální banka nejen stanovuje pravidla pro

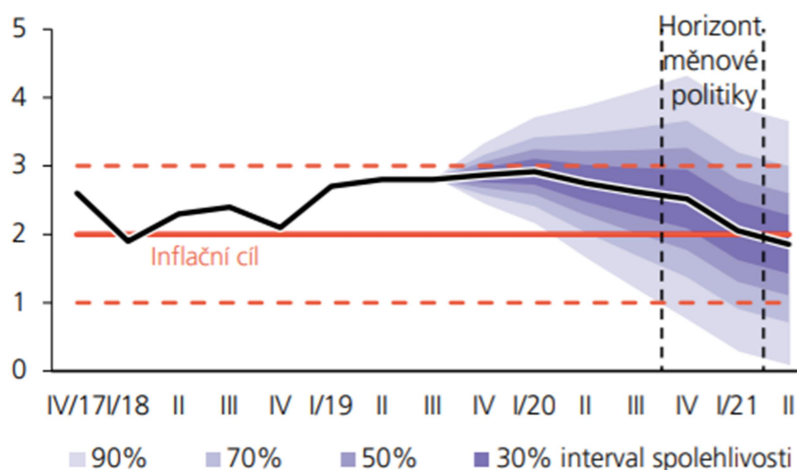


*činnost komerčních bank, ale prostřednictvím těchto bank uskutečňuje řadu kroků v měnové politice“ (Polouček, 2009).*

Jak již bylo zmíněno, hlavním cílem centrální banky je péče o cenovou stabilitu, což vede k vytvoření ekonomického prostředí pro růst ekonomiky. K zajištění cenové stability se v českém centrálním bankovníctví využívá od roku 1998 režim cílování inflace, který spočívá v nastavení inflačního cíle a následné aplikace nástrojů k jeho dosažení. *„V březnu 2007 byl vyhlášen inflační cíl ve výši 2 % platný od ledna 2010 s tolerančním pásmem  $\pm 1$  procentní bod“ (ČNB, 2020b),* kdy je tento cíl stanovován na středně dlouhé období. *„Bankovní rada posuzuje nejnovější prognózy, hodnotí rizika a následně stanovuje nastavení nástrojů měnové politiky tak, aby bylo dosaženo daných cílů. Změnami nastavení těchto nástrojů dochází ke zmírňování či zvyšování inflačních tlaků dle aktuální situace v ekonomice“ (ČNB, 2020a).* Příkladem může být zvýšení repo sazby, které vede prostřednictvím transmisního mechanismu k oslabení agregátní poptávky a následně k oslabení růstu cen.

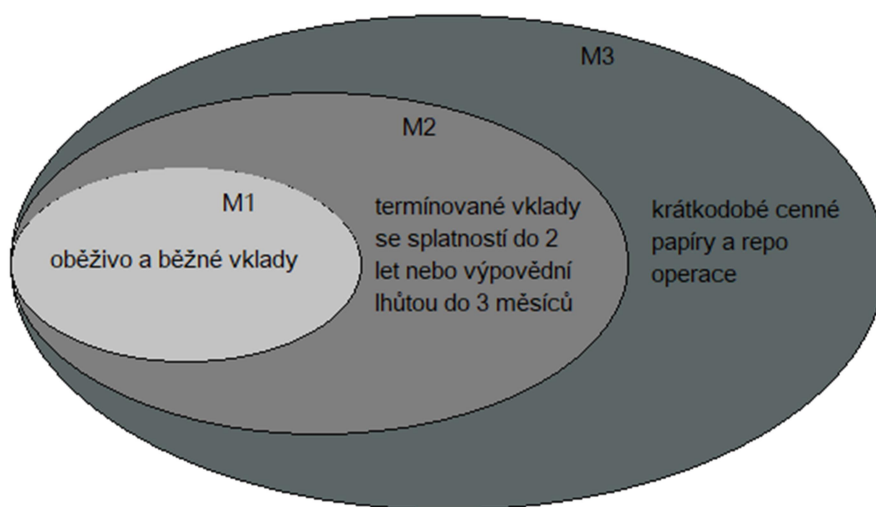
Inflace však není ovlivňována pouze ekonomickými faktory, ale příčiny některých výkyvů lze charakterizovat jako psychologické. Lze tedy tvrdit, že *„výši inflace ovlivňuje i to, jak o ní lidé smýšlejí, jak jí vnímají a jak nakládají se svými finančními prostředky při dané výši“ (Jurečka, 2017).* Samotná inflační očekávání jsou pak následně zahrnována do všech budoucích kalkulací, ať už při tvorbě cen v podnikatelském prostředí, stanovení výše mezd, definování úrokových sazeb, atp.

Na grafickém vyobrazení prognózy inflace výše je znatelný vývoj míry inflace od roku 2017, kde se po celé sledované období míra inflace pohybuje ve stanoveném přípustném pásmu kolem inflačního cíle. V prosinci 2019 byl meziroční růst inflace ve výši 2,9 %, avšak horní hranice tolerančního pásma překročena nebyla. *„Pro rok 2020 se očekává pokles, jehož příčinou je pokles dovozních cen, zpomalování mzdové dynamiky a růst efektivity práce“ (ČNB, 2019).*



Obrázek 4 Prognóza inflace k 31. lednu 2020. Zdroj: ČNB, 2020b

Ekonomové se shodují na faktu, že vysoká inflace souvisí s vysokou peněžní zásobou. Jelikož je vysoká inflace nežádoucím stavem, využívá bankovní rada k měření množství peněz v ekonomice měnové agregáty, jejichž sledování a reálný vliv v ekonomice mají význam pro měnovou politiku. Lze rozlišit čtyři skupiny, jež jsou označovány tiskacím písmenem M a číslem dle stupně likvidity (ve většině případů M0 – M3). U každého měnového agregátu je striktně stanoven okruh emitentů peněz (dlužníků), okruh držitelů peněz (věřitelů) a druh závazku či pohledávky mezi emitenty a držiteli peněz. „Je nutné si uvědomit, že měnové agregáty jsou produktem praktických potřeb měření vývoje množství peněz v oběhu a náplně jednotlivých agregátů tedy nelze vždy vědecky zdůvodnit. Což také znamená, že se náplň měnových agregátů může v různých ekonomikách lišit“ (Revenda, 2015). V České republice jsou sledovány hlavně tři měnové agregáty – M1, M2 a M3, jejichž vizualizace je vyobrazena na obrázku níže.

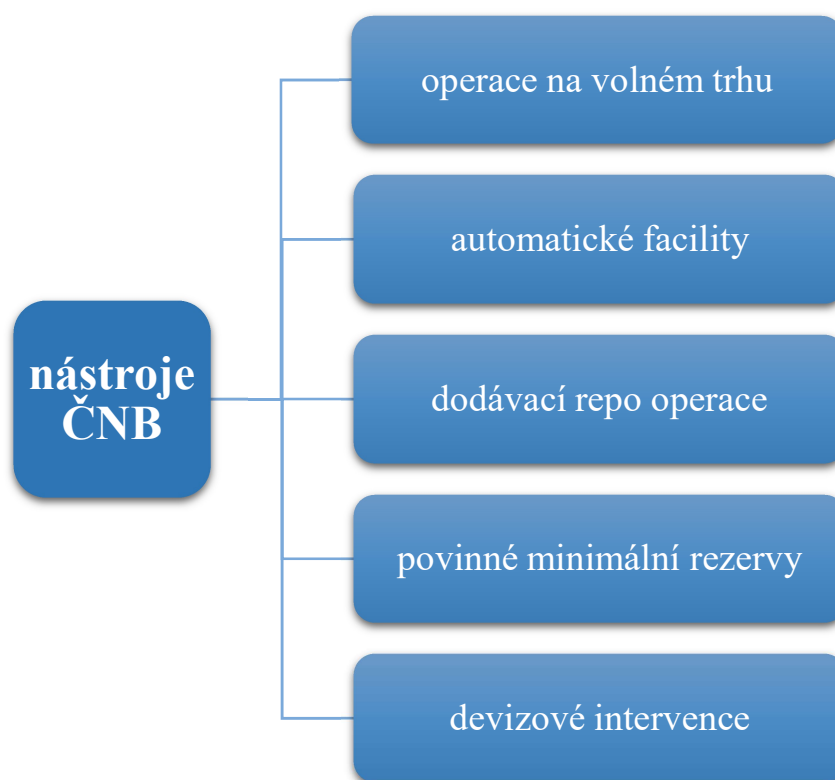


Obrázek 5 Měnové agregáty. Zdroj: vlastní zpracování

Do agregátu M1 je zařazeno oběživo a vklady na běžných účtech, které jsou v držení nebankovních tuzemských subjektů. Každý následující agregát má stejný obsah jako předchozí a další prostředek navíc. M2 tedy kromě obsahu M1 (oběživo a vklady na běžných účtech) obsahuje termínované vklady, což jsou vklady se splatností do dvou let či s výpovědní lhůtou do 3 měsíců. Se vzrůstajícím koeficientem agregátu klesá i jeho likvidita. Následujícím agregátem je agregát označený M3, jehož součástí je obsah M2 a krátkodobé cenné papíry nebankovních subjektů a repo operace. Repo operace reprezentují prodej cenných papírů nebankovním subjektům s pozdějším zpětným odkupem. Na měnové agregáty a s tím spojenou měnovou politikou úzce navazuje měnová báze, jejímž prostřednictvím v případě potřeby ovlivňují centrální banky právě měnové agregáty. Měnová báze slučuje vysoce likvidní prostředky, u kterých je v pravomoci centrální banky ovlivňovat je. Jedná se o oběživo nebankovních subjektů, pokladny bank, povinné minimální i jiné rezervy banky na účtech vedených u banky centrální. Důležitost měnových agregátů je zřejmá, avšak pozorováním vývoje v různých zemích od 80. let minulého století bylo zjištěno, že je snazší řídit cenu peněz, než jejich množství. Cena peněz ovlivní jejich nabídku i poptávku po nich a následně ovlivní tvorbu úvěrových peněz. Z tohoto důvodu se v České republice využívá dvoutýdenní repo sazba (2T repo), za kterou je dodávána likvidita, díky čemuž jsou ovlivňovány ostatní úrokové sazby v ekonomice. Tento přístup byl tzv. odrazovým můstkem pro metodu přímého cílování inflace, resp. přístupu, kdy cena peněz přímo ovlivňuje spotřebu, úspory, investice a ekonomickou aktivitu, čímž je, ačkoli se zpožděním, ovlivněna výše inflace. V případě, že je míra inflace stabilní a pohybuje se v rozmezí stanovené danou centrální bankou, lze obhájit její existenci růstem kvality a technické úrovně zboží. Časové zpoždění projevu správnosti nastavení měnové politiky na vyšší inflace je důvodem pro včasné (předstižné) rozhodnutí jak o peněžní zásobě, tak i o vyšší úrokových sazeb. *„Toto časové zpoždění se nachází v různém intervalu s ohledem na ekonomiku dané země. V České republice je to interval 12 až 18 měsíců“* (Janáčková, 2015). S postupným vývojem došlo mnoho zemí k názoru, že je důležité do ekonomiky dodávat peněžní zásobu stabilním tempem a vyhnout se reakci na cyklické výkyvy.

## 2 NÁSTROJE CENTRÁLNÍ BANKY A JEJICH VLIV NA ROZHODOVÁNÍ INVESTORA

Jedním z úkolů centrální banky, které jsou dány zákonem<sup>5</sup>, je utváření měnové politiky, která bude v souladu s hlavním cílem centrální banky – cenovou stabilitou. K jeho dosažení je využíváno různých nástrojů – operace na volném trhu, automatické facility, repo operace, povinné minimální rezervy a devizové intervence. Tyto nástroje lze dle ekonomické teorie zařadit do kategorie nepřímých nástrojů. Tyto nástroje působí na bankovní rezervy, které jsou obchodními bankami využívány k tvorbě úvěrů prostřednictvím peněžních multiplikátorů. Následně pak dochází k ovlivňování množství peněz v ekonomice a jejich nabídce na peněžním trhu, s čímž pak úzce souvisí výše úrokové sazby a dostupnost úvěru. Z teorie dále vychází existence přímých nástrojů, které působí na měnovou bázi, ale ČNB je nevyužívá.



Obrázek 6 Nástroje ČNB. Zdroj: vlastní zpracování na základě ČNB, 2020b

Prvním používaným nástrojem jsou operace na volném trhu, které jsou prováděné na trhu s domácí měnou. Dosažení dané krátkodobé úrokové míry je podmíněno operacemi za danou

---

<sup>5</sup> § 2 odst. 2 zákona č. 6/1993 Sb., České národní rady o České národní bance, ve znění pozdějších právních předpisů

krátkodobou úrokovou mírou. „*Úrokovou míru na mezibankovním trhu výlučně určuje úroková míra, za kterou se provádí operace dodání či stažení rezerv bank. Cílem operací na volném trhu je zisk přebytečných rezerv*“ (Jílek, 2013b). Centrální banka se potýká se dvěma možnými scénáři – pokud jsou rezervy bank nižší než součet rezervních požadavků a přebytkových rezerv, začne centrální banka ve většině případů rezervy dodávat, a to z toho důvodu, aby banky splnily rezervní požadavky a úroková míra nerostla nad požadovanou úroveň. Naopak pokud jsou rezervy bank vyšší než součet rezervních požadavků a přebytkových rezerv, přistupují centrální banky k rozhodnutí rezervy stáhnout. Pokud by rezervy nestáhly, docházelo by k poklesu úrokové míry pod požadovanou úroveň. V českém bankovním prostředí se nejčastěji jako operace na volném trhu používají 2T repo sazby, které jsou považované za hlavní měnový nástroj. Avšak tyto tendry jsou poskytovány s variabilní úrokovou sazbou, jejíž limit je stanoven diskontní sazbou. Jednotlivé nabídky bank jsou poté vyhodnocovány systémem aukce, kdy jsou nejprve uspokojovány nabídky s nejnižší požadovanou úrokovou mírou, a to až do předpokládaného přebytku likvidity. „*Minimální množství, které je možné postoupit centrální bance k akceptaci, je 300 mil. Kč*“ (ČNB, 2020b). Dále kromě hlavního měnového nástroje existuje doplňkový měnový nástroj, který je představován tříměsíčním repo tendrem a je využíván pouze zřídka (naposledy v lednu 2001). Skupinou operací na volném trhu používaných pouze ojediněle jsou i nástroje jemného ladění, které zahrnují devizové operace a operace s cennými papíry. Ty jsou používány při krátkodobých výkyvech likvidity, které mohou vézt k ohrožení stability vývoje úrokových sazeb.

Další skupinou nástrojů, kterými centrální banky disponují, jsou automatické nástroje, jež jsou charakterizovány jako operace z iniciativy bank na trhu s domácí měnou s cílem změny rezerv dané obchodní banky. A to prostřednictvím vkladového či úvěrového nástroje. Před finanční krizí v roce 2007 se tento nástroj využíval pouze zřídka. Jeho základem je předpoklad, že jakmile má jedna obchodní banka nedostatek rezerv, má jiná obchodní banka rezerv přebytek. Přebytková banka půjčí přebytečné rezervy deficitní bance za úrokovou sazbu na mezibankovním trhu. Po vypuknutí finanční krize se situace výrazně změnila a banky ztratily mezi sebou důvěru a počet operací na mezibankovním trhu se značně snížil. „*Přebytkové banky nahradily půjčování ostatním bankám vkladem volných prostředků u centrální banky za běžnou úrokovou sazbu, čili sazbu nižší než by získaly od ostatních bank, ale s menším rizikem*“ (Jílek, 2013b). Konkrétně ČNB ze skupiny automatických nástrojů využívá automatické

facility, které slouží k poskytování či ukládání likvidity přes noc.<sup>6</sup> Vzhledem k povaze transakce se rozlišuje facility depozitní a marginální zápůjční, kdy při využití tohoto nástroje buď banka ukládá přebytečné prostředky v minimálním objemu 10 mil. Kč, a nebo si půjčuje chybějící prostředky v minimálním objemu 10 mil. Kč. Úrokové sazby uplatňované při facilitych představují limity pro krátkodobé sazby – depozitní spodní limit (diskontní sazba), zápůjční horní limit (lombardní sazba). V tomto pásmu se pohybuje i 2T repo sazba.

Třetím využívaným nástrojem jsou dodávací repo operace, které mají napomáhat fungování trhu se státními dluhopisy. Poslední změna v aktuálním využívání tohoto nástroje je platná od března letošního roku, kdy je dodávací repo operace vyhlášená třikrát za týden. Zároveň byla od poloviny května 2020 rozšířena škála přijímaných aktiv – státní pokladniční poukázky, poukázky ČNB, střednědobé a dlouhodobé státní dluhopisy a hypoteční zástavní listy.

Nástroj povinných minimálních rezerv byl obecně uznáván jako základní nástroj pro ovlivňování množství volných prostředků v ekonomice. Avšak v českém bankovním prostředí jsou využívány spíše jiné nástroje, které vedou ke stejnému cíli. Proto povinné minimální rezervy primárně slouží k zajištění hladkého chodu mezibankovního trhu a jeho platebního styku. Na základě zákona o České národní bance je od 1. 1. 2012 povinností všech držitelů bankovní licence, tedy i poboček zahraničních bank a družstevních záložen, držet na účtu vedeném u centrální banky povinné minimální rezervy stanovené na úrovni 2 % ze souhrnu primárních závazků dané banky vůči nebankovním subjektům se splatností kratší než dva roky. Prostředky ukládané jako povinné minimální rezervy jsou úročeny 2T repo sazbou.

Devizové intervence intuitivně dle názvu představují nákup a prodej zahraničních měn za měnu českou. Zároveň jsou posledním nepřímým měnovým nástrojem centrální banky. Na devizovém trhu vystupuje ČNB tak, aby ovlivňovala volatilitu, pomocí které lze působit na výši inflace. Ačkoli není používání devizových intervencí obvykle používaným nástrojem, použila jej po 11 letech ČNB na podzim 2013. K tomuto opatření vedlo snižování měnověpolitických úrokových sazeb na nulu v zahraničních ekonomikách i v bankovním eurosystému.

## 2.1 Úrokové sazby

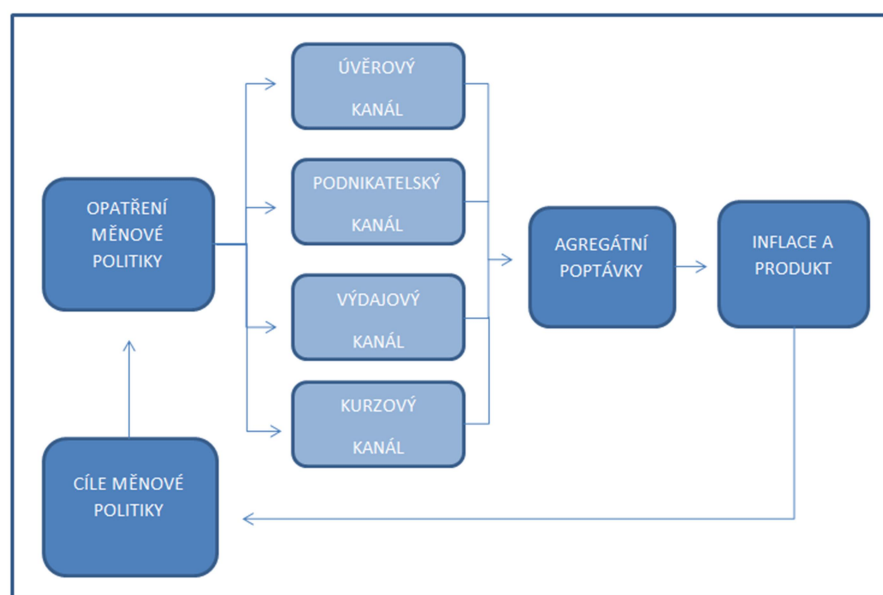
Úrokové sazby obecně představují procentuální vyjádření výnosu věřitele, resp. nákladů dlužníka v případě dluhových finančních instrumentů. Absolutní výnos, resp. náklad je zpravidla

---

<sup>6</sup> Označuje se také jako O/N, což je zkratka slova Overnight

označen jako úrok. Základním funkčním principem je fakt, že dlužník hledá takového věřitele, který mu poskytne finanční prostředky s co nejmenší úrokovou mírou, čili s co nejmenšími náklady. Zároveň cílem věřitele je vydělat co nejvíce, čili hledat takového dlužníka, který přistoupí na co nejvyšší úrokovou sazbu. Dedukcí lze dojít k závěru, že výše úrokových sazeb významně ovlivňuje rozhodování a chování tržního subjektu. Úrokové sazby mají mnoho funkcí – podporují ekonomický růst prostřednictvím stabilního toku běžných úspor, napomáhají rozdělení finančních zdrojů tak, aby byla maximalizovaná míra návratnosti, vyrovnávají nabídku a poptávku po penězích. Poslední, neméně důležitou funkcí, je funkce regulačního nástroje státu, resp. nástroje měnové politiky. Úroková sazba představuje cenu peněz, která dále ovlivňuje množství finančních prostředků v ekonomice.

Centrální banka využívá kanál, kterým měnověpolitickými nástroji ovlivňuje ekonomiku – resp. cenovou hladinu a hospodářský růst. Tímto kanálem je transmisní mechanismus, který je podle Jílka (2013b) definován jako „řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení operačního cíle vedly k žádoucím změnám inflace.“ Pro přehlednost je uvedena vizualizace fungování transmisního mechanismu v měnové politice. Výsledná změna stanoveného cíle vede ke změně chování dílčích trhů, kde je uplatňován nepřímý vliv na daný cíl. Vyvolané změny chování na dílčích trzích vedou ke změnám na celkových trzích, což je právě cílem centrální banky, jelikož jejich cenový vývoj se snaží centrální banka změnit. Cyklus končí zhodnocením, zdali je výsledná změna výše inflace a produktu v souladu se stanoveným měnovým cílem centrální banky, z čehož vychází další uplatňované kroky.



Obrázek 7 Mechanika transmisního mechanismu v měnové politice. Zdroj: vlastní zpracování dle Jílka, 2013b

Transmisní mechanismus je založen na čtyřech měnových kanálech – úvěrovém, podnikatelském, výdajovém a kanálu měnového kurzu. Úvěrový, podnikatelský a výdajový kanál má vliv na domácí poptávku po tuzemských službách a zboží. Úvěrový kanál je charakterizován nabídkou úvěrů poskytovaných bankami a poptávkou po nich ze strany domácností a podniků. Pomocí tohoto kanálu dochází k poklesu, ustrnutí či růstu peněžní zásoby. Snížení krátkodobé tržní úrokové sazby způsobuje zvýšení poptávky po úvěrech ze strany spotřebitele - po poskytnutí úvěru je zvýšena peněžní zásoba, následně inflace a HDP a zároveň je snížena míra nezaměstnanosti. Nižší úrokové sazby vyvolávají u domácností zvýšenou poptávku po nemovitostech, pozemcích, automobilech a jiném majetku dlouhodobého charakteru, čímž může být dále ovlivněno mnoho dalších sektorů. Příkladem je stavebnictví, ve kterém roste poptávka po materiálu potřebném na výstavbu či v něm roste počet pracovních míst. V souvislosti s tímto vývojem lze u podniků pozorovat vyšší míru investic a výnosy, které zajišťují jejich budoucí existenci. Investice nejsou však ovlivněny pouze výší úrokové sazby, ale i ekonomickým cyklem. Většina podniků je čistým dlužníkem, čímž je zvýšená důležitost výše úrokové sazby. S každým zvýšením rostou úrokové náklady a ohrožují další existenci podniku. Pro domácnosti i podniky platí, že ne všichni jsou ovlivněni výší úrokové sazby. Ti, co mají dostatek finančních prostředků, obdrží vyšší výnos z uložených prostředků u bank či na peněžním trhu, což má za následek vyšší cash flow. To dále umožňuje reinvestice peněžních prostředků do inovací, rozšíření výroby či zvýšení počtu zaměstnanců. Centrální banka však hodnotí společnost jako celek. Což vede k tvrzení, že při nižší úrokové sazbě dochází k nárůstu výdajů<sup>7</sup> a opačně. Na úvěrový kanál úzce navazuje kanál podnikatelský, jehož podnikatelská aktivita má na poptávku přímý i nepřímý vliv. Snížením úrokové sazby dochází ke zvýšení podnikatelské aktivity, ta pak následně pomocí peněžní zásoby zvyšuje tuzemskou poptávku po domácím zboží a službách, čímž i zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost. Výdajový kanál zahrnuje preference výdajů a spoření jak domácností, tak i podniků. Domácnosti i podniky stále nastavují poměr mezi spořením a utrácením prostředků za zboží a služby. Spoření peněžních prostředků neovlivňuje velikost peněžních agregátů, ale ovlivňuje rychlost oběhu peněz. Pokud je peněžní zásoba stejná a domácnost či podnik více utrácí, dochází ke zvyšování rychlosti oběhu peněz. Pokud se ve stejném měřítku zvyšuje i produkce, zůstává cenová hladina beze změny. Avšak pokud produkce roste pomaleji nežli rychlost oběhu peněz, dochází k růstu inflace.

---

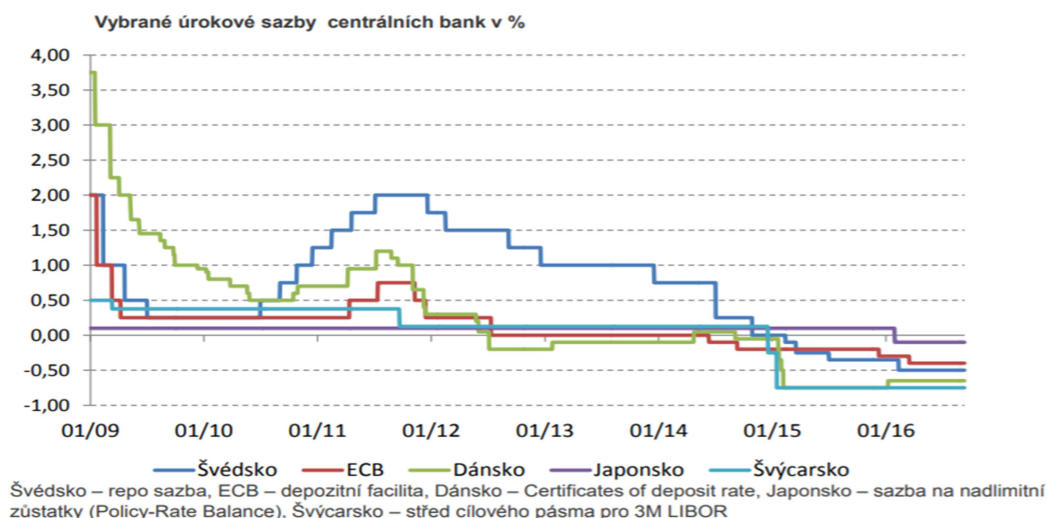
<sup>7</sup> Ušetřené prostředky vycházející ze snížené úrokové sazby jsou vydány za jiné zboží a služby



*„Snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje zvýšený zájem o úvěry ze strany domácností a podniků, což zvyšuje peněžní zásobu a potažmo domácí poptávku po domácím zboží a následně zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost“ (Jílek, 2004). Toto tvrzení je snadno ověřitelné na chování jedince v případě, kdy se bojí o udržení své pracovní pozice. Pokud má jedinec strach, že o práci přijde, preferuje spoření přebytečných peněžních prostředků před spotřebou s cílem vytvořit rezervu pro období bez zdroje příjmu a naopak. Posledním kanálem transmisního mechanismu je kanál měnového kurzu, který okamžitě při změně úrokové sazby mění měnový kurz. Po snížení tržní úrokové sazby dochází k bezprostřednímu odlivu spekulativního kapitálu do zahraničí, resp. klesá poptávka po domácí měně, což vytváří nátlak vedoucí k oslabení této měny. Výsledkem pak mohou být dvě situace. V prvním případě dojde k bezodkladnému zvýšení cen zahraničního zboží a služeb a dojde k růstu inflace. Nebo, jako je tomu v případě druhém, dojde k postupné změně zahraniční poptávky po tuzemských výrobcích a službách, což je zapříčiněno poklesem ceny vyváženého zboží a růstem ceny dováženého zboží. Čili se snížením úrokové sazby dochází k oslabení domácí měny, čímž dochází k růstu zahraniční poptávky po tuzemském zboží a službách, zároveň poklesu zahraniční poptávky po zahraničním zboží a službách, v návaznosti potom roste inflace, HDP a klesá nezaměstnanost. Mimo transmisní mechanismus je inflace, HDP a míra zaměstnanosti ovlivňována cenami dováženého zboží nebo změnou měnového kurzu z jiného důvodu, než kterým je snížení krátkodobé úrokové sazby. „Jsou však situace, kdy bankovní rada nemusí na změnu inflace reagovat. A to zejména při výkyvech světových cen energetických surovin, zemědělských výrobků, při změně struktury nepřímých daní, při přírodních katastrofách, či při změnách regulovaných cen“ (Černohorská, 2017).*

V posledních letech lze čím dál častěji sledovat selhání klasických nástrojů měnové politiky a následné hledání inovativních nekonvenčních způsobů řešení. Centrální banka však nemá stoprocentní možnost nastavit investiční prostředí vzhledem k aktuální tržní situaci. Vždy je její vliv limitován, a to nejen v rámci ekonomiky daného státu, ale i stavem světové ekonomiky a náladou na světových trzích. Již v roce 2013 byly velké deflační tlaky, tudíž nejen ČNB, ale i ostatní centrální banky včetně Evropské centrální banky využívaly různých nástrojů k zamezení dalšího poklesu inflace v ekonomice. ECB a další banky přistupovaly ke snižování úrokových sazeb až do záporných hodnot, čímž se snažily podpořit růst, zvýšit investice, dopomoci k růstu míry zaměstnanosti. Vývoj těchto sazeb je znázorněn na obrázku níže. V České republice dosáhly úrokové sazby minima 2. listopadu 2012, kdy byly úrokové sazby

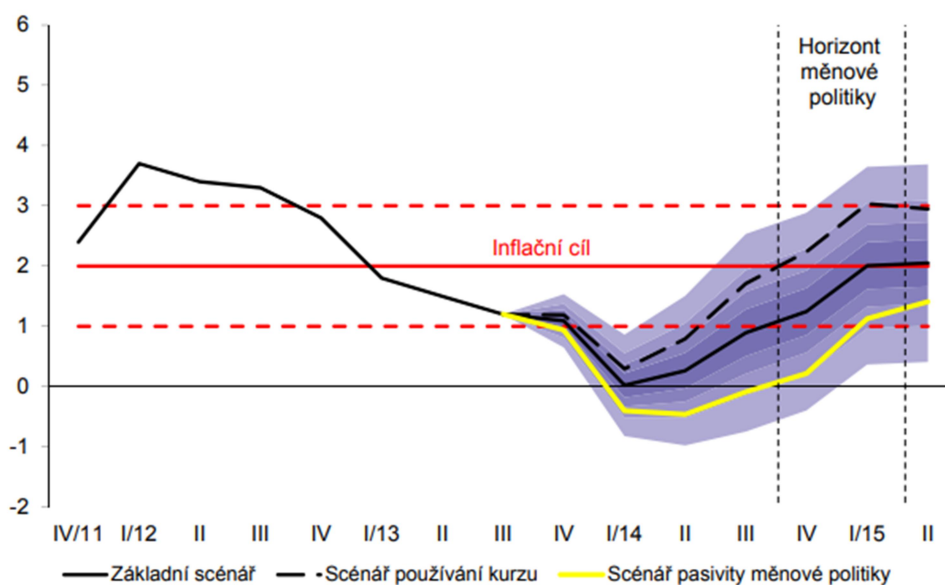
vyhlašované ČNB na těchto úrovních – 2T repo 0,05 %, diskontní sazba 0,05 % a lombardní sazba 0,25%.



Obrázek 8 Vývoj úrokových sazeb v zahraničních ekonomikách. Zdroj: ČNB, 2020c

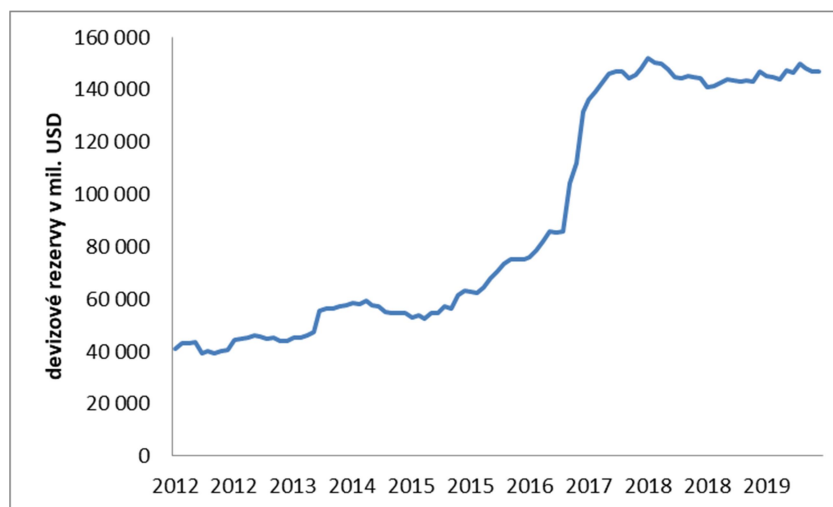
## 2.2 Devizové intervence

Tlak dalších států i ECB na snižování úrokových sazeb a predikce inflačního vývoje za předpokladu, že by nedošlo k použití dalšího měnového nástroje, vyústily v České republice k přijetí kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR. Z grafu níže je čitelné, že by se česká ekonomika potýkala s deflací, která je pro ekonomiku nežádoucí. Právě deflací chtěla centrální banka přijetím nekonvenčního měnového nástroje zabránit.



Obrázek 9 Vývoj inflace bez užití dalších měnových nástrojů. Zdroj: ČNB, 2019

Primárním cílem přijetí kurzového závazku bylo rychlé oživení ekonomiky, dosažení cílové míry inflace, vyhnout se riziku vzniku deflace a vrátit se k využívání standardních měnověpolitických nástrojů, čili opustit hladinu nulových úrokových sazeb, kterých bylo v případě České republiky dosaženo na konci roku 2012, čímž ČNB přišla o prostor pro další kvantitativní uvolňování. Dalším způsobem jak docílit oslabení kurzu domácí měny jsou právě devizové intervence. „Česká národní banka tedy používala kurzový závazek k oslabení domácí měny na kurz  $\pm 27$  CZK/EUR, který byl přijat z důvodu obrany ekonomiky před deflací“ (ČNB, 2020c). Zároveň tím měl být podpořen ekonomický růst a zaměstnanost. Průvodním jevem silnější koruny je i menší zisk vývozců. ČNB avizovala, že kurzové intervence ukončí kdykoli po 31. březnu 2017, proto lze na grafu vývoje devizových rezerv níže pozorovat prudký nárůst objemu nákupů devizových rezerv právě během prvního čtvrtletí roku. „Celkové náklady na intervence dosáhly úrovně 75,2 miliardy euro, kdy ČNB během března 2017 provedla nákupy na úrovni 26 % celkového objemu“ (ČT24, 2017a). Devizové rezervy tvoří 70 % HDP, což je oproti původním dvaceti procentům značný nárůst.



Obrázek 10 Vývoj devizových rezerv mezi lety 2012 - 2020. Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z databáze časových řad ARAD a

Radomír Jáč, hlavní ekonom Generali Investments CEE, již v květnu 2017 vyjádřil v rozhovoru pro Českou televizi názor, „... že pokud by koruna nebyla schopna posílit ani v následujících měsících, může se koncem letošního roku pro ČNB stát relevantním tématem otázka zvýšení jejich měnověpolitických úrokových sazeb“ (ČT24, 2017a). Vedlejším efektem tohoto zvyšování úrokových sazeb je i posílení kurzu koruny vůči euru. Martin Vlček, analytik BH Securities, předpokládal, že po uvolnění kurzu koruny dojde k přesunu části zisku vývozců ve prospěch bank, čímž se chtěli zajistit před pohybem kurzu. Dále očekával přesun některých

pracovních pozic do zahraničí, čímž by se mírně zvýšila nezaměstnanost v České republice a zároveň se snížil tlak na růst mezd. Zároveň se změnou kurzu koruny vůči euru se mění i kurz koruny vůči americkému dolaru, proto se zvyšují nákupy elektroniky a amerických akcií a dluhopisů. Možným negativním jevem zapříčiněným kurzovými intervencemi může být ztížená exportní schopnost, která se může projevit se zpožděním na rozvoji průmyslu i na pracovním trhu. ČNB své nakoupené devizové rezervy bude rozpouštět velmi pomalu z důvodu ochrany před abnormálním posílením koruny. Zároveň lze očekávat, že ČNB bude vykazovat ztráty z přecenění nakoupených cenných papírů. V kombinaci se zvýšením úrokových sazeb porostou i úrokové náklady.

Pozitivní vývoj se projevil již v roce 2014, kdy nerostlo pouze HDP, ale i spotřeba domácností, firemní investice, export a import. Avšak i přesto nedocházelo k plnění inflačního cíle. „*Od konce roku 2016 se podařilo udržet inflaci v přípustném inflačním pásmu. Růst byl zaznamenán i u nominálních mezd a následně spotřeby domácností. Všechny tyto faktory vedly k rozhodnutí ČNB o ukončení kurzového závazku, o kterém se hlasovalo na mimořádném zasedání bankovní rady 6. 4. 2017*“ (ČNB, 2020c). Ukončení devizových intervencí znamená, že již ČNB nebude skupovat zahraniční měny a kurz se bude vyvíjet přirozeně dle aktuální situace na devizovém trhu. Tato změna by měla vézt k postupnému zmírnění uvolněné měnové politiky. Po takovýchto událostech je zcela běžné, že bude výsledný kurz oscilovat oběma směry.

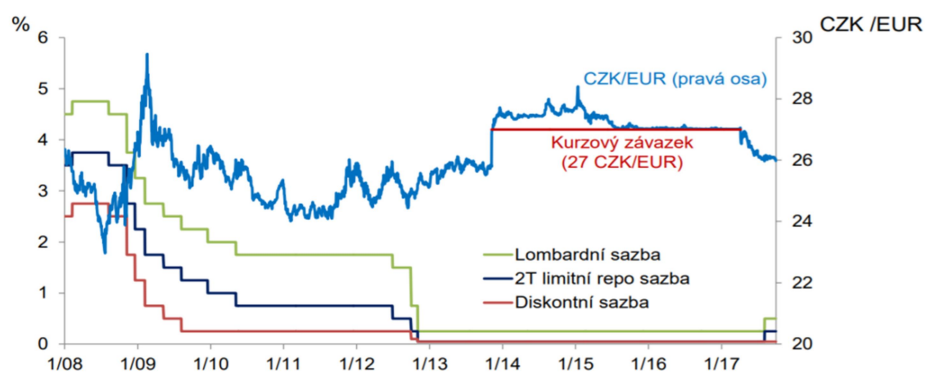
Výsledky kurzových intervencí se odrážejí ve čtyřech oblastech, a to konkrétně na nezaměstnanosti, inflaci, HDP a vývozu a dovozu, čili zahraničním obchodu. Pro ekonomiku nízká nezaměstnanost znamená, že se podnikům daří, mohou se rozvíjet, rozšiřovat podniky a vytvářet další pracovní místa, čímž zvyšovat celkovou zaměstnanost v České republice. Naopak vysoká nezaměstnanost reflektuje neúspěch podnikání jednotlivých firem, které se snaží nadále šetřit, zužovat výrobu, s čímž souvisí i rušení pracovních pozic. Avšak zaměstnanost je důležitá i z pohledu spotřeby, jelikož výrazně ovlivňuje poptávku po zboží a službách. V České republice lze sledovat zvýšenou podporu domácích vývozců, kteří následně vytvářejí pracovní pozice. To vedlo k poklesu počtu registrovaných uchazečů o zaměstnání mezi lety 2013 a 2014. „*Nezaměstnanost se tehdy držela na úrovni 5,8 %, kdy dále klesala. Aktuálně se míra nezaměstnanosti ustálila na 2,1 %, kdy míra ekonomické aktivity je 76,8 %*“ (ČSÚ, 2020).

Hodnocení proběhlých devizových intervencí je různé. Někteří ekonomové považují průběh intervencí za vysoce nákladný a kontraproduktivní, jelikož náklady převyšují zisky, které tyto intervence mohou do ekonomiky přivést. Oproti tomu Jiří Polanský, analytik České spořitel-

ny, „se domnívá, že byl kurzový závazek úspěšný, což je reflektováno nejnižší nezaměstnaností v Evropské unii, růstem mezd či cenovou hladinou blížící se ke stanovenému inflačnímu cíli“ (ČT24, 2020b). Celkově devizové intervence prospěly hlavně vývozcům, kteří získali cenovou konkurenční výhodu, tím pak zvyšovali zisky, svým zaměstnancům zvyšovali mzdy, rozšiřovali výroby, čímž vznikala další pracovní místa. Zároveň díky poklesu úrokových sazeb klesly úrokové náklady státního dluhu. Ovšem na druhou stranu, ta část obyvatel České republiky, která není zaměstnaná či jinak zainteresovaná na vývoz zboží do zahraničí výhody nezaregistrovala. Jejich nákupy se prodražily – například dovolené, avšak toto zdražení nebylo výrazné, v průměru o 0,5 % – 1 %. Ve srovnání navýšení mezd a zvýšení nákladů na zboží ze zahraničí se jeví jako výhodnější, resp. navýšení mezd je vyšší než zvýšené náklady na nákupy zboží a služeb v zahraničí. Budoucí devizové intervence se v dohledné době neočekávají, ale vyloučit to s jistotou není možné. Aby ČNB opět intervenovala, muselo by dojít k neočekávaným změnám na finančních trzích, které mohou být vyvolané například rozpoutáním válečného konfliktu.

Devizové intervence zahájil v roli tehdejšího guvernéra centrální banky Miroslav Singer, který byl nahrazen Jiřím Rusnokem. Ten získal od magazínu GlobalMarkets ocenění Guvernér centrální banky pro střední a východní Evropu v roce 2017 za hladké ukončení kurzových intervencí ze dne 6. dubna 2017. V ocenění je zahrnuto i opatření k omezení úvěrů, které vedlo k obraně před problémy na trhu s nemovitostmi. V návaznosti ČNB zpřísnila doporučení obchodním bankám k poskytování hypoték. A to převážně z důvodu rychlého růstu objemu hypoték a riziku možného nesplácení.

Průběh vývoje měnového kurzu od roku 2008 až po ukončení kurzového závazku je znázorněn graficky níže, kde lze vidět, že koruna mírně posiluje. Její posílení by mělo dle predikcí ČNB vyvrcholit úrovní 25 CZK/EUR v roce 2021. Ukončení intervencí znamená pro českou ekonomiku první krok k návratu k běžným nástrojům měnové politiky.



Obrázek 11 Vývoj kurzu a úrokových sazeb v letech 2008 – 2017. Zdroj: ČNB, 2017

### 3 POPIS VYBRANÉHO PODNIKU

Cílem této diplomové práce je analyzovat rozhodování subjektu působícího v českém podnikatelském prostředí s ohledem na změnu úrokových sazeb. Daným podnikem je akciová společnost Bohemilk se sídlem v Opočně v Královéhradeckém kraji. Jedná se o podnik působící v potravinářském průmyslu, konkrétně v odvětví mlékárenství. Provoz opočenské mlékárny byl zahájen v roce 1936, kdy pro svou výrobu využíval i nadále využívá mléko od lokálních zemědělců zejména z oblasti Orlických hor a podhůří. „*Po dobu činnosti se ve vlastnictví společnosti vystřídalo několik majitelů, kdy nejnámějším je holandská společnost NUTRICIA, či Friesland. Od roku 2005 figuruje společnost na českém trhu pod názvem BOHEMILK, jež se o dva roky později stala členem skupiny InterLacto Group. Mezi hlavní výrobní produkty jsou řazena mléka, smetany, jogurty a másla*“ (Bohemilk, 2020).

Pro podnikovou strategii společnosti je primárním cílem spokojenost zákazníka, což je jedním z důvodů pro pečlivé kontroly jakosti a zdravotní nezávadnosti, dále také pro úpravu výrobních procesů s ohledem na životní prostředí – recyklovatelnost obalových materiálů, efektivní spotřeba materiálu, atp. Od toho se odvíjí i nutnost neustálých inovací nejen v rámci produktového portfolia, ale i ve výrobních technologiích. Inovace je základním kamenem pro zvýšení efektivnosti, snižování nákladů, čímž subjekt získává ceteris paribus<sup>8</sup> konkurenční výhodu před ostatními subjekty na trhu. Některé inovační projekty jsou realizovány díky dotačním programům, resp. jsou spolufinancovány ze zdrojů Evropské unie, Královéhradeckého kraje i ministerstva zemědělství – například projekt „Mléko do škol“, ale i projekty investičního charakteru do dlouhodobého majetku, jako jsou výrobní haly a chladírenská zařízení. Dále se k financování investic využívají vlastní i cizí zdroje s ohledem na návratnost investic a udržitelnost výroby. Management podniku se zaměřuje kromě výrobních inovací také na optimalizaci portfolia výrobků a organizačních aktivit, které mají do podniku přivést harmonii a ustálené postupy pro snížení nákladů z rozsahu.

Bohemilk a. s. lze zařadit do skupiny středně velkých výdělečných podniků s čistým ročním obratem ve výši 1 159 032 tis. Kč a 192 zaměstnanci. Základní kapitál je rozvržen na 20 akcií na jméno v listinné podobě v celkové výši 2 000 000 Kč. Právní forma společnosti vyžaduje existenci představenstva společnosti, které je v případě Bohemilku tvořeno třemi členy –

---

<sup>8</sup> Význam: „Za jinak stejných podmínek, ...“

předsedou MVDr. Oldřichem Gojišem, místopředsedou Ing. Karlem Kutílkem a členem Ing. Antonínem Kolářem. Dalším orgánem společnosti je stejně početná dozorčí rada.

Vybraný podnik lze zhodnotit jako finančně zdravý, což dokazují poměrové ukazatele: rentabilita tržeb, běžná likvidita, pohotová likvidita, míra zadluženosti či úrokové krytí. Rentabilita tržeb v roce 2018 dosahuje hodnoty 4,4 %, což je nadprůměrným výsledkem<sup>9</sup> pro podnik v potravinářském průmyslu. Běžná likvidita je v hodnotě 2, kdy je doporučováno držet se v rozmezí 1,5 – 2,5; pohotová likvidita je 1,14 a opět spadá do doporučeného intervalu 0,7 – 1,2. Dalším faktorem je míra zadluženosti podniku, která reflektuje poměr hodnot cizích zdrojů a vlastního kapitálu. Optimálním nastavením je poměr menší než 1, což znamená, že by společnost měla mít nižší cizí zdroje než vlastní kapitál. To se v mnoha případech neděje, proto se doporučuje nepřekročit hodnotu 1,5. U vybraného podniku je míra zadluženosti na úrovni 0,29, čili 29 %, přičemž úrokové zatížení je 1,85 %. Tím lze dojít k závěru, že si společnost na poli financování vede dobře a zodpovědně.

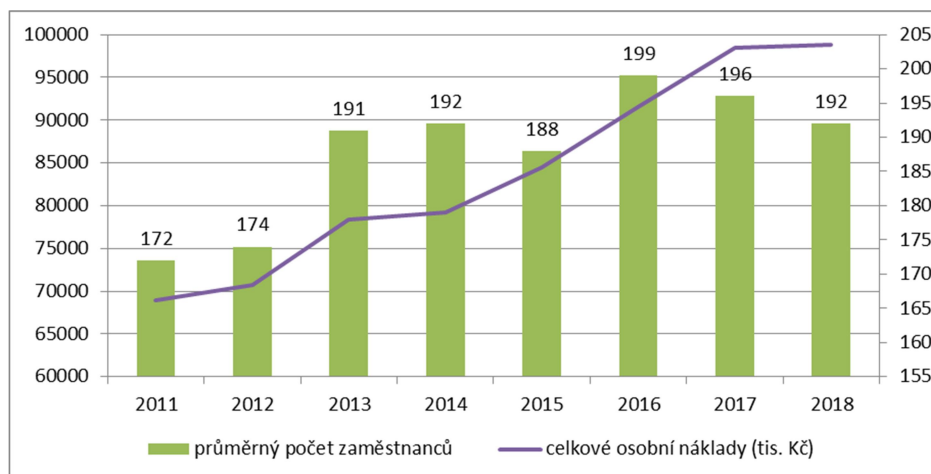
Nedílnou součástí pro bezproblémový provoz podniku je zajištění dostatečného množství zaměstnanců s příslušnou kvalifikací. V Královehradeckém kraji, resp. v bývalém okrese Rychnov nad Kněžnou je vysoce problematické získat a udržet nové zaměstnance pro pozice výrobních dělníků či údržby. Toto je způsobeno průmyslovou oblastí v okolí Kvasin<sup>10</sup>, které jsou sídlem závodu ŠKODA Auto a dalších výrobních podniků zaměřených na automotive. Aktuálně společnost Bohemilk ve svých veřejných dokumentech uvádí, že se zaměstnanost ve společnosti podařilo po několika letech stabilizovat, a to převážně prostřednictvím agenturních zaměstnanců. Dále díky zavádění technologických implementací a robotizace, které společně optimalizují počet pracovních pozic. Na grafickém znázornění níže, lze sledovat vývoj počtu zaměstnanců ve společnosti v letech 2011 až 2018, včetně osobních nákladů, které zahrnují mzdy, sociální a zdravotní pojištění a sociální náklady. Dále je možné vyčíst, že počet zaměstnanců na počátku převážně rostl, kdy v roce 2016 dosáhl vrcholu na úrovni 199 zaměstnanců, a od té doby pozvolna klesá. Avšak křivka osobních nákladů nadále roste, což je způsobeno zvýšením hranice minimální mzdy, inflací a vyššími mzdami, které jsou nástrojem pro udržení stávajících zaměstnanců a k jejich motivování k lepším pracovním výsledkům. Pro rok 2019 a 2020 byl výhled stanoven optimisticky – situace by měla zůstat nadále stabilizovaná díky další implementaci robotizace a prodloužení spolupráce s personální agenturou.

---

<sup>9</sup> V České republice je průměr u konkurenčních podniků 2 %.

<sup>10</sup> Vzdálenost mezi městy Kvasiny a Opočno je 20 km s dojezdovým časem 15 minut.

Počty zaměstnanců jsou uvedeny bez ohledu na pracovní zařazení. Celkové osobní náklady jsou uváděny v tisících korun českých. Z těchto dat lze vykalkulovat průměrnou roční nákladovost na jednoho zaměstnance v roce 2018, která činí 514 480 Kč.



Obrázek 12 Zaměstnanost. Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv

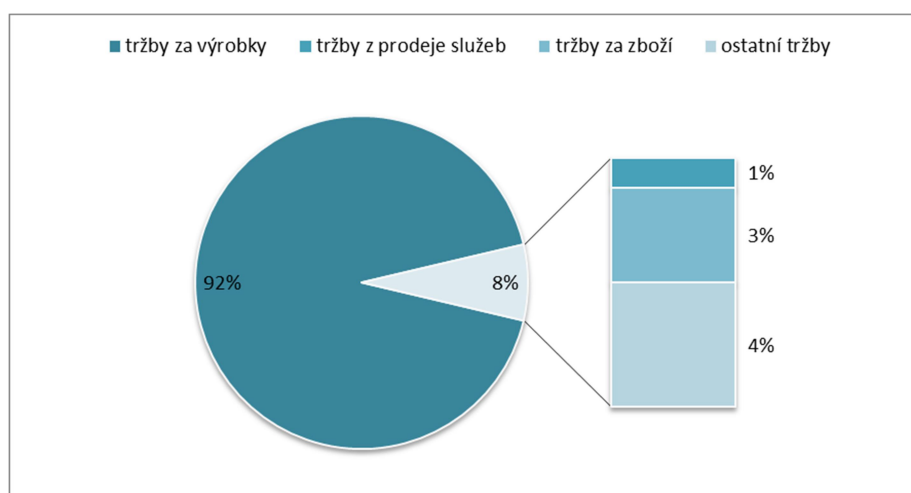
Stejně jako lidský kapitál je pro vybraný podnik důležité dostatečné množství vstupní suroviny – mléka. Mléko je nakupováno od lokálních výrobců z oblasti Orlických hor, kdy je kvalita pravidelně kontrolována a odpovídá jakosti Q CZ. V meziročním srovnání objemu nakoupeného mléka lze sledovat relativně konstantní vývoj s průměrnou odchylkou 2,38 %. Cenový vývoj zaznamenává vícero poklesů a opětovných růstů, ale i tak je průměrná odchylka za sledované období od střední hodnoty 0,61 Kč za 1 litr. Proto lze považovat i průměrnou nákupní cenu mléčné suroviny za konstantní. Tudíž je možné budoucí cenový vývoj relativně přesně predikovat.

Jedním z ukazatelů pro měření ekonomického vývoje jsou investice. Pro investování je typická dlouhodobost s ohledem na rizika změn v plánování i samotné realizaci projektu. Investice jsou finančními výdaji k obnově či rozšíření majetku podniku, které jsou transformovány v budoucí příjmy. Samotným investicím klade Bohemilk a.s. velkou pozornost a proto má zřízeno oddělení organizační struktury zabývající se výzkumem a vývojem. Výsledkem jejich práce jsou inovace, do kterých je třeba investovat pro udržení kvality výroby, udržení konkurenceschopnosti podniku a snížení nákladů, které jsou dílčími cíli společnosti.

Na základě vstupních faktorů, které projdou všemi zavedenými podnikovými procesy, vyrábí společnost produkci, kterou dále prodává svým zákazníkům, a generuje příjmy v souvislosti s hlavním cílem podnikání – vytvářet zisk. Do celkových tržeb jsou zahrnovány tržby

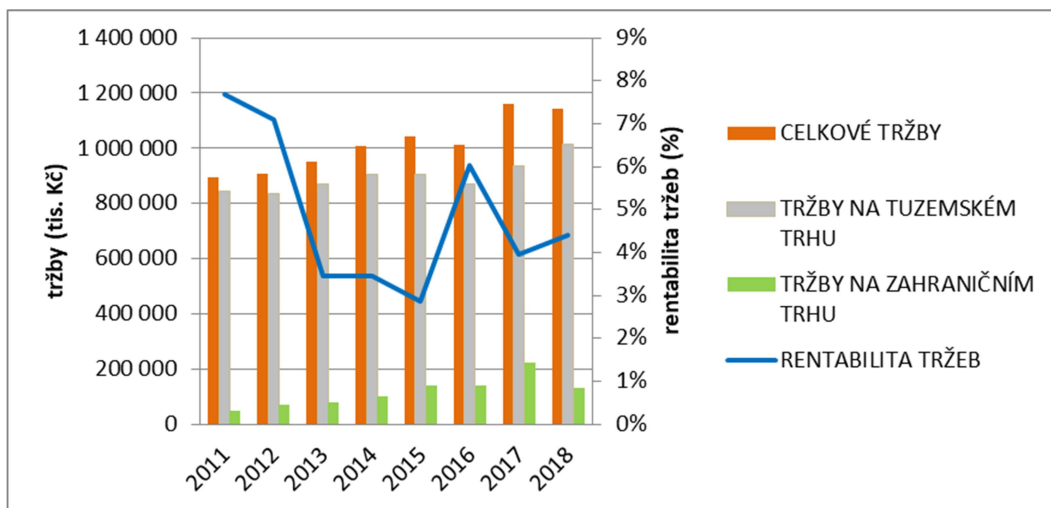


z prodeje výrobků, tržby z prodeje služeb, tržby za zboží a ostatní tržby. Tržby z prodeje výrobků jsou primárním zdrojem příjmů. V roce 2018 to bylo konkrétně 92 % objemu celkových tržeb. Toto tvrzení odpovídá faktu, že analyzovaná společnost je výrobním podnikem, který využívá prodej služeb, zboží, resp. nespotřebovaných zásob a popřípadě i finančního majetku spadajícího do kategorie ostatních tržeb pouze jako doplňkový zdroj příjmu. Procentuální rozložení tuzemských tržeb je viditelné na obrázku níže, který reflektuje rok 2018.



Obrázek 13 Segmenty tuzemských tržeb v roce 2018. Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv

Bohemilk je společností, která obchoduje na domácím i zahraničním trhu. Dle znázornění níže je patrné, že tuzemský trh má pro společnost klíčový význam. Tržby získané z prodeje na domácím trhu ve sledovaném období tvoří 88,53 % z celkových tržeb. Zahraniční obchod není v této chvíli rozvinutý, což dává prostor managementu podniku pro další růst v podobě expandování do dalších zemí. Graf je proložen křivkou interpretující vývoj poměrového ukazatele finanční aktivity - rentability tržeb (dále jen ROS). Podniky potravinářského průmyslu dosahují hodnoty ROS okolo 2 %. I přestože vývoj ukazatele kolísá, leží všechny hodnoty nad hranicí zmíněných 2 %, tudíž lze hodnocenou společnost z pohledu tohoto faktoru označit za úspěšnou. Ačkoli tržby rostly, došlo v letech 2013 a 2014 k poklesu hodnot ROS. To bylo zapříčiněno nejen většími mzdovými náklady, ale také nákladnou marketingovou kampaní, která byla zaměřena na představení nových výrobků. Rentabilita tržeb je výsledkem porovnání hodnoty čistého zisku a celkových tržeb ve sledovaném období. V roce 2018 byla její hodnota 0,0438, což lze interpretovat tak, že z každé 1 Kč tržeb vygeneruje společnost 4 haléře čistého zisku.



Obrázek 14 Přehled tržeb mezi lety 2011 a 2018. Zdroj: vlastní zpracování na základě výročních zpráv

Z obrázku lze dále vyčíst pomalu rostoucí trend celkových tržeb, což může být způsobeno rozšiřováním výroby, zaváděním nových příchutí již vyráběných produktů, zákaznickou loajalitou, marketingovou kampaní, ale také celkovým hospodářským růstem.

## 4 ROZHODOVÁNÍ INVESTORA V ČESKÉM PROSTŘEDÍ

Rozhodování investora není ovlivňováno pouze úrokovými sazbami. V klasické ekonomické teorii se investor považuje za racionálně smýšlejícího - takového, který se rozhoduje vždy dle ekonomických zákonů, logiky a matematických důkazů. Avšak existují takoví investoři, kteří se nechají ovlivnit emocemi, jako jsou například strach, pochyby nebo naopak sebedůvěra, optimismus. Dle teorie efektivních trhů se předpokládá, že tato neracionální a chybná rozhodnutí budou napravena dalším tržním počínáním. Příkladem tohoto předpokladu je prodej zboží či služby pod cenou, za kterou ostatní nakoupí a tím jí posunou zpět na rovnovážnou úroveň. Dle Cyerta (1992) lze rozhodování charakterizovat „*jako postupný proces, který zahrnuje racionální i neracionální aspekty, kdy jsou důležitými ovlivňujícími faktory vlastnická práva, závazky, řízení zdrojů i podniku.*“

### 4.1 Analýza dopadu snížení úrokových sazeb na vybraný podnik

Tato kapitola je zaměřena na nástroje, které byly použity v posledních letech, a dále na to, jak jejich aplikace ovlivnila investorovo rozhodování. Prvním z nich je nástroj úrokových sazeb. V roce 2012 ČNB snížila úrokové sazby na technickou nulu – 2T repo na 0,05 %, diskontní sazbu na 0,05 % a lombardní sazbu na 0,25%. Důvodem k zavedení nulových úrokových sazeb bylo podpořit podniky i domácnosti ve financování svých investičních rozhodnutí prostřednictvím úvěrů.

V následujících odstavcích jsou představeny vybrané investice jednotlivých let sledovaného období, které by měly poskytnout lepší představu o využití finančních zdrojů v podniku. Od roku 2012 se společnost otevřela názorům a podnětům z externího prostředí - byl proveden rozsáhlý výzkum trhu mezi zákazníky stávajícími i potenciálními, z jehož výsledků se vycházelo po několik následujících let. Byly změněny receptury, zavedeny nové příchutě tak, aby byla vyplněna mezera na trhu, kterou zákazníci registrovali. Mezi přírůstky dlouhodobého majetku lze zařadit aseptický tank a plnič, technické zhodnocení díky stavebním úpravám hlavní budovy. Rok 2013 byl na investice do dlouhodobého hmotného majetku méně početný, avšak byla uvedena do provozu nová balicí linka čerstvého mléka a smetany. Na stranu příjmu se podařilo získat investiční a provozní dotace ve výši 31 160 tis. Kč.

V roce 2014 byla do provozu implementována výrobní technologie na ošetření a fermentaci zakysaných výrobků, dále byla navýšena kapacita míchacích tanků a proběhla rekonstrukce pasterační stanice a infrastruktury závodu. Společnosti se podařilo v rámci dotací získat v roce

2014 částku 17 243 000 Kč, v roce 2015 19 853 000 Kč, což bylo jedním z faktorů přispívajících k tomu, že společnost k 31. 12. 2015 neměla zatížen žádný dlouhodobý majetek zástavním právem.<sup>11</sup>

Následující rok byla realizována velká investiční akce na pořízení plnicího stroje TBA/19 PRISMA v hodnotě 9 979 000 Kč, která byla financována z cizích zdrojů. Tato investice spočívala ve změně formátu balení s širším uzávěrem a přinesla společnosti novou škálu výrobků pod názvem BENEFIT. Dále byl pořízen tank na úchovu mléčné suroviny (4 630 000 Kč) a byla provedena úprava pro UHT technologickou část (6 565 000 Kč). Kdy tyto investiční akce byly částečně financovány z dotačních programů vypsaných ministerstvem zemědělství v hodnotě 15 537 000 Kč. Dále byly získány dotace provozní od stejného vypisovatele ve výši 2 258 000 Kč. V průběhu roku 2017 byly do majetku převedeny provedené investice do chladiřenského skladování hotových výrobků v hodnotě 44 180 000 Kč, do skladu louhu a kyselin 7 319 000 Kč a vyfukovacího stroje PET lahví 7 545 000 Kč. V tomto roce dále obdržela investiční i provozní dotace ve výši 15 521 000 Kč. V posledním sledovaném roce byl očekáván pokles tempa v plánovaných investicích, kdy cílem pro daný rok je dokončit započaté investiční projekty z minulých let a dále se věnovat drobným opravám a údržbě z průběžně vytvářených finančních zdrojů. Proběhlo technické zhodnocení vrátnice a docházkového přístupového systému v hodnotě 5 428 000 Kč. Nadále probíhá modernizace šaten, na kterou bylo vynaloženo 22 763 000 Kč. Současně probíhá výstavba školičího střediska s ubytovnou, kde jsou proinvestované prostředky ve výši 34 743 000 Kč. I v roce 2018 zaznamenala společnost přísun finančních prostředků prostřednictvím provozních dotací 6 581 000 Kč a dále v rámci projektu POVEZ II, který je určen pro zvýšení kvalifikace zaměstnanců, částku 676 000 Kč. Tento výčet není seznam všech investic společnosti. Představuje pouze investice ve vysoké hodnotě, důležité pro inovaci výrobních postupů či pro bezproblémový provoz podniku. Vzhledem k náročnosti financování je pochopitelné, že dlouhodobý majetek zůstává zatížen zástavním právem (např. plnicí stroj TBA/19 PRISMA, tank pro úchovu mléčné suroviny).

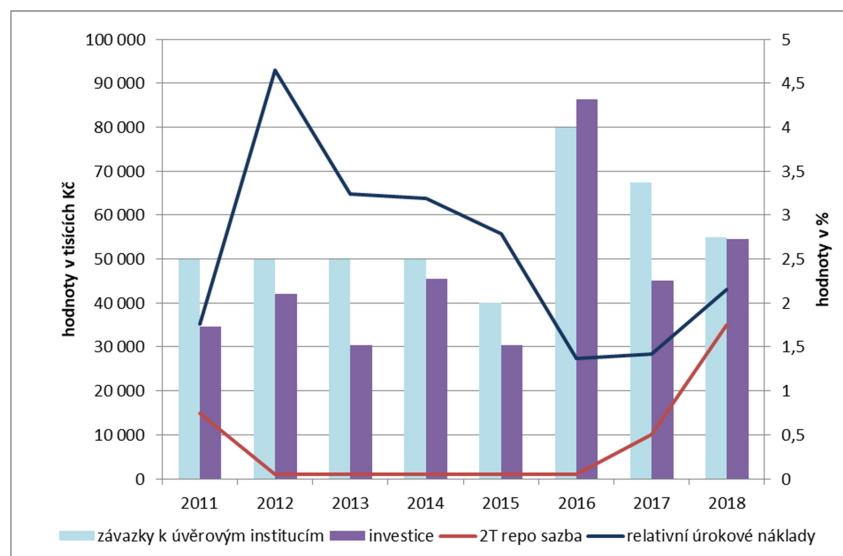
Jak je patrné z výčtu investic do dlouhodobého hmotného majetku v předchozích odstavcích, společnost Bohemilk je v rámci inovací velice aktivní. Avšak tyto investice jsou financovány z různých zdrojů. Společnost využívá k financování vlastní prostředky z průběžně vytvářených zdrojů, cizí zdroje v podobě krátkodobých i dlouhodobých úvěrů a dotace. Poskytovate-

---

<sup>11</sup> Zástavní právo bylo na hotové výrobky, obalový materiál a vybrané komponenty ve výši 10 000 tis. Kč

lem úvěrů je Československá obchodní banka (ČSOB), která poskytuje společnosti krátkodobý úvěr s pohyblivou úrokovou sazbou a dlouhodobý úvěr s úrokovou sazbou fixní.

Pro přehlednost bylo ze získaných dat vytvořeno grafické znázornění níže, ve kterém je výše čerpaných úvěrů dána do souvislosti s vývojem 2T repo sazby, relativními úrokovými náklady<sup>12</sup>, výší investic do dlouhodobého majetku.



Obrázek 15 Investice a závazky společnosti mezi lety 2011 a 2018. Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv

Výše investic se na počátku období s nulovou úrokovou sazbou vyvíjela oběma směry – oscilovala kolem průměrné hodnoty 36,6 mil. Kč. Mezi lety 2011 a 2015 nebyl čerpán žádný dlouhodobý úvěr. Pro financování investic a samotného provozu podniku byly využívány vlastní průběžně vytvářené zdroje, dotace a finanční prostředky plynoucí z krátkodobého úvěru ve výši 50 000 tis. Kč se smlouvenou pohyblivou úrokovou sazbou. To vysvětluje značný nárůst meziročních úrokových nákladů v roce 2012, přičemž je evidentní, že komerční banka poskytující úvěr nesnížila úrokové sazby bezprostředně po zavedení technicky nulové úrokové sazby centrální bankou. To mohlo být důvodem pro pokles investic v roce 2013. Dalším důvodem mohl být strach z očekávání dalšího tržního vývoje. V roce 2016 začala analyzovaná společnost čerpat dlouhodobý úvěr poskytnutý opět ČSOB a zároveň snížila výši čerpaných prostředků z krátkodobého úvěru. Ve zmiňovaném roce byla celková výše cizích zdrojů 80 000 tis. Kč, přičemž 37 496 tis. Kč bylo čerpáno dlouhodobou formou s fixní úrokovou

<sup>12</sup> Přesné úrokové sazby krátkodobého úvěru nebyly díky citlivosti dat od společnosti získány.

sazbou. Tato úroková sazba byla výrazně nižší než sazby krátkodobých úvěrů v minulých letech (viz Tabulka č. 1). Proto lze na obrázku na předchozí straně vidět, že ačkoli došlo k růstu cizích zdrojů, relativní úrokové náklady se ocitli na minimu (1,37 % p. a.) z celého sledovaného období. Z obrázku je možné dále vyčíst to, že výše čerpaných úvěrů byly vyšší než hodnoty investic. Příčinou mohou být například podmínky dotačních titulů, které stanovují, že investor musí nejprve celý investiční záměr zrealizovat, zafinancovat a uvést do provozu, načež mu bude následně vyplacena dotace. Další možnou příčinou vyššího úvěru je záměr použití získaných prostředků i k pokrytí provozních nákladů. To vychází z přesvědčení, že financování provozních procesů je v aktuálním nastavení úrokových sazeb výhodnější z cizích zdrojů než z průběžně vytvářených rezerv.

*Tabulka 1 Úrokové náklady. Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv*

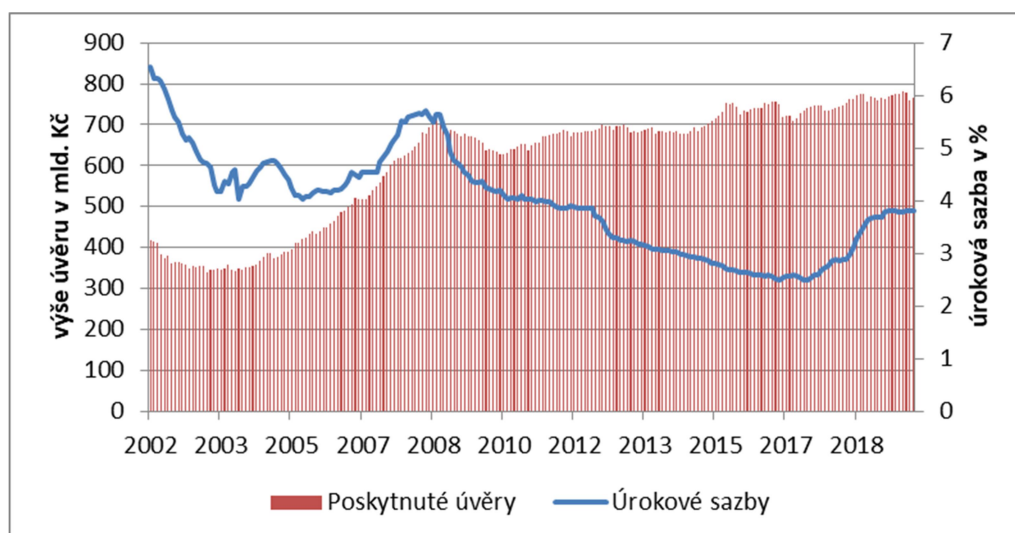
<b>Úrokové náklady</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
<b>absolutní</b>	879	2324	1620	1593	1115	1095	957	1183
<b>relativní</b>	1,76	4,65	3,24	3,19	2,79	1,37	1,42	2,15

Rok 2016 byl pro společnost vzhledem k inovacím do modernizace vybavení a robotizace důležitým rokem, ale také finančně náročným. Investice byly dlouhodobého charakteru a pokračovaly i v letech 2017 a 2018, kdy centrální banka opět zvyšovala úrokové sazby s cílem vrátit se k běžným měnově politickým nástrojům. Následně své sazby zvýšily i komerční banky, což je patrné na stoupající křivce úrokových nákladů.

Pro podnik ve velikosti analyzované společnosti s průběžně vytvářenými finančními zdroji, přijímanými dotacemi a každoročním ziskem, není úroková sazba prioritním faktorem v rozhodování o čerpání úvěru. Avšak lze očekávat, že v případě dalšího růstu úrokové sazby se chování podniku začne měnit. Z vývoje relativních úrokových nákladů vyobrazených v Tabulce č. 1 lze vydedukovat, že důležitým faktorem je i výše plánovaných investic, resp. plánovaná výše čerpání úvěrů. V případě, že se jedná o nutnou investici jako v roce 2012, která není v extrémních výších, je společnost ochotna akceptovat vyšší úrok. Avšak lze očekávat, že u investic uskutečněných v roce 2016 by společnost úrokovou sazbu ve výši 4,65 % p. a. neakceptovala.

Společnost Bohemilk se dle provedené analýzy rozhoduje podobně jako ostatní nefinanční podniky, kterým byla mezi lety 2002 a 2018 poskytnuta finanční výpomoc v podobě dlouhodobých, krátkodobých, revolvingových úvěrů či výpomocí. Jak lze vidět na grafu shrnujícím chování investorů v českém prostředí. Trend vývoje úrokových sazeb je celkově klesající,

výjimkou je růst tohoto ukazatele před hospodářskou krizí. Dno křivky se nachází na úrovni 2,5 % p. a. během letních prázdnin roku 2017. Pokles poskytnutých úrokových sazeb reaguje na zavedení nulových úrokových sazeb centrální bankou. S poklesem úrokových sazeb docházelo k růstu objemu poskytnutých úvěrů. Tempo růstu čerpaných úvěrů ale neodpovídá plánovaným výsledkům ČNB. I přes neplnění predikcí vývoje se daří inflaci držet stabilizovanou v přípustném pásmu, proto dochází k uvolňování ekonomiky a úrokové sazby začínají opět růst. Lze tedy zhodnotit, že centrální banka významně ovlivnila vývoj úrokových sazeb poskytovaných komerčními bankami a do ekonomiky tak dostala prostřednictvím poskytnutí úvěrů značné množství finančních prostředků. V teoretických poznátcích se krátkodobé dopady změn úrokových sazeb vykládají různými způsoby, ale z dlouhodobého hlediska se ekonomové shodují na názoru, „že v dlouhém období je měnová politika neúčinná a nemá vliv na trend hospodářského růstu“ (Kohout, 2013).



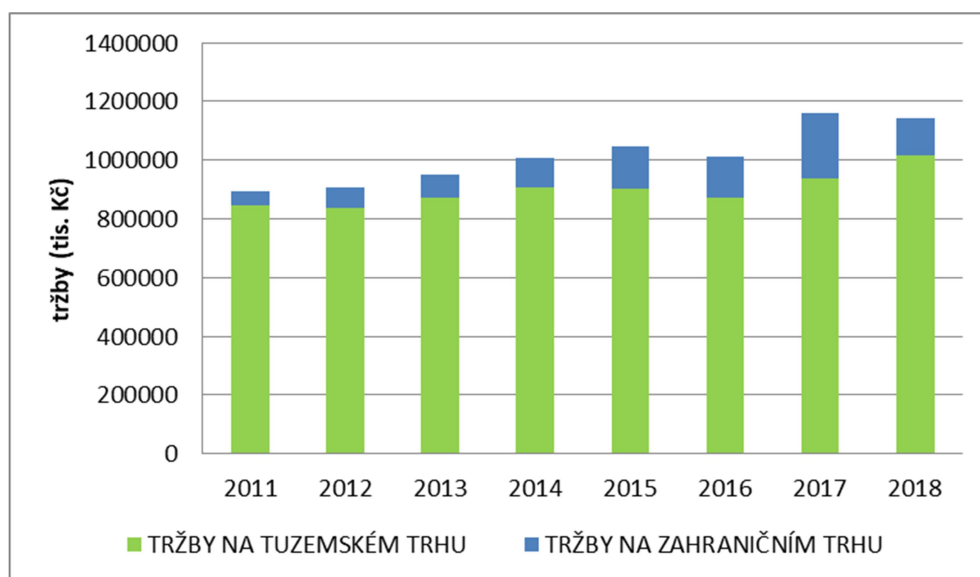
Obrázek 16 Úrokové sazby a objem čerpaných úvěrů v letech 2002 - 2019. Zdroj: vlastní zpracování dle dat z databáze časových řad ARAD b

## 4.2 Analýza dopadu přijetí kurzového závazku

Kvůli nekončícím deflačním tlakům se centrální banka České republiky po roce od zavedení nulových úrokových sazeb rozhodla pro přijetí kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR, který ukončila po čtyřech letech v roce 2017. Toto opatření mělo podpořit vývozce, kteří díky tomu získali konkurenční výhodu. Avšak v praxi se objevil problém nedůvěry v toto opatření, kdy mnohé podniky nepřizpůsobily své ceny ani mzdy změně měnového kurzu. Efekt opatření tudíž nebyl v takové míře, jako se očekávalo. I tak ale centrální banka sklízí úspěch za celý průběh trvání kurzového závazku. Konkrétně pro analyzovanou společnost přinesly interven-

ce výhody v podobě stabilnější predikce vývoje tržeb na zahraničním trhu. A to i přes fakt, že sledovaný podnik nemá v tuto chvíli zahraniční obchod velmi rozvinutý.

Bohemilk se soustředí na domácí trh, což dokazuje fakt, že tržby na tuzemském trhu tvoří přes 80 % z celkových tržeb společnosti. Zde management podniku získává prostor pro další expanzi a svůj rozvoj. Výsledkem kurzového závazku byl růst tržeb na zahraničním trhu i v letech 2015 a 2016, kdy tuzemské tržby zaznamenávaly propad. Naopak pokles zahraničních tržeb lze sledovat bezprostředně po ukončení kurzového závazku, kdy došlo k posílení koruny. Kurz koruny vůči euru klesl k 25 CZK/EUR, čímž se pomyslné nůžky mezi tuzemskými a zahraničními tržbami začaly opět rozevírat, jak je patrné na obrázku níže.

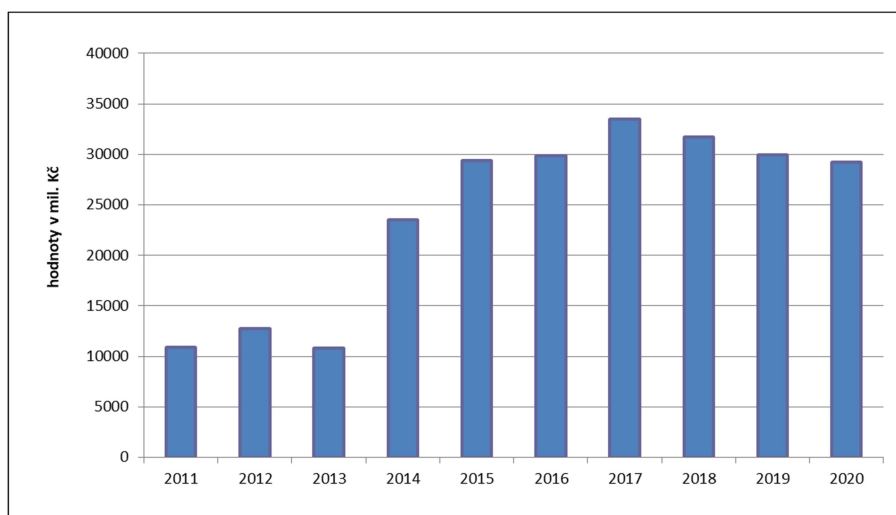


Obrázek 17 Vývoj tržeb v letech 2011 - 2018. Zdroj: vlastní zpracování na základě dat z výročních zpráv

Společnost Bohemilk lze charakterizovat jako čistého vývozce, což obecně z definice znamená, že hodnota importu je nižší než exportu. Sledovaný podnik však neneviduje žádné položky nakupované v zahraniční ekonomice. Z čehož vyplývá, že kurzový závazek měl pouze pozitivní dopad na ekonomické výsledky prostřednictvím podpořeného exportu.

V globálním pohledu na českou ekonomiku je vidět úspěšnost kurzového závazku prostřednictvím salda zahraničního obchodu, jehož vývoj je vidět na obrázku níže. V období před kurzovým závazkem dosahovalo saldo nižších hodnot, místy i záporných – což znamená, že byl export nižší než import. Od přijetí kurzového závazku lze sledovat růst salda, který představuje vyšší růst exportu než importu. Naopak po ukončení devizových intervencí v roce 2017 je možné sledovat pokles celkového salda zahraničního obchodu, což koresponduje s teoretickými poznatky při změně měnového kurzu i výsledky analyzovaného podniku.





Obrázek 18 Vývoj salda zahraničního obchodu. Zdroj: vlastní zpracování dle dat z databáze časových řad ARAD c

## 5 SHRUTÍ A VLASTNÍ DOPORUČENÍ

Vybraný podnik, akciová společnost Bohemilk se sídlem v Opočně, působící v potravinářském průmyslu je středně velkým, finančně zdravým podnikem. Za dobré finanční postavení je odpovědné finanční oddělení, které pro každou plánovanou investici nejprve vytváří investiční plán, kde je zohledněna velikost investice, důležitost realizace z důvodů udržení kvality, konkurenceschopnosti či samotné činnosti podniku, návratnost investice, způsob financování a další provozní náležitosti jako například náklady proškolení zaměstnanců v případě modernizace výroby, mzdové náročnosti na obsluhu, atp.

Ve sledovaném období prošla společnost vývojem jak produktového portfolia, tak modernizací technologií a výrobních procesů. Aktuálně se společnosti daří stabilizovat počet zaměstnanců, predikovat vývoj cen vstupního materiálu (mléka), získávat dotační tituly jak investičního, tak provozního charakteru a hospodařit s každoročním ziskem. Je zřejmé, že vývoj podniku je podpořen i vývojem celkové ekonomiky České republiky. A to i díky práci centrální banky, která zajišťuje cenovou stabilitu na českém trhu a prostřednictvím nekonvenčních měnových nástrojů brání ekonomiku před deflací. Měnový nástroj změn úrokových sazeb se projevil jako silně motivační faktor pro investora. Ačkoli komerční banky reagovaly na pokles úrokových sazeb vyhlášených centrální bankou se zpožděním, podařilo se i sledovanému podniku optimalizovat úrokové náklady a tím výrazně snížit nákladovost významných investic do dlouhodobého majetku. Úvěry poskytované ČSOB byly jak dlouhodobého, tak i krátkodobého charakteru, kdy jasnou převahu z pohledu podmínek čerpání má dlouhodobý úvěr. V roce 2016 byla částka celkových čerpaných úvěrů ve výši 80 mil. Kč, přičemž byly relativní úrokové náklady<sup>13</sup> na úrovni 1,37 %. Podmínkou čerpání však bylo uvalení zástavního práva na chladicí a plnicí zařízení.

Z pohledu úvěrového zatížení lze zkonstatovat, že se společnost řídí všeobecnými doporučeními a má značné vlastní finanční prostředky. Což je důvodem, proč se vliv změny úrokové sazby neprojevil na výši čerpaných úvěrů okamžitě se zavedením nulových úrokových sazeb, ale až po snížení sazby poskytované komerční bankou na akceptovatelnou úroveň. Lze tedy prohlásit, že vybraný podnik je mírně citlivý na změnu úrokové sazby. Změna výše úrokové sazby rozhodování investora v českém podnikatelském prostředí ovlivňuje. S klesající úrokovou sazbou si sledovaný podnik sjednal úvěr ve vyšší hodnotě. Avšak ze získaných dat lze

---

<sup>13</sup> Relativní úrokové náklady představují poměr celkové výše čerpaných úvěrů a úrokových nákladů.

vydedukovat, že úroková sazba není rozhodujícím faktorem pro uskutečnění daného investičního záměru. Rozhoduje také výše plánované investice, její návratnost a míra nutnosti či bezodkladnosti provedení z pohledu další existence podniku. V roce 2012 proběhla investice, u které byla relativní úroková sazba nejvyšší ze sledovaného období. I přesto společnost investiční záměr uskutečnila. Avšak lze očekávat, že pro investice v roce 2016 v hodnotě 80 mil. Kč by vyšší úroková sazba nebyla akceptována a investice by se neuskutečnila v takovém rozsahu nebo vůbec.

Proto podniku doporučujeme následovat svou finanční politiku i nadále. Avšak v rámci rozvoje podniku bychom navrhovali míru zadluženosti navýšit, nejvýše však do hodnoty 60 %. Ze získaných finančních prostředků bychom doporučili zrealizovat další fázi robotizace výroby, aby se snížil tlak na navýšení mezd i potřebného počtu zaměstnanců.

Měnový nástroj kurzového závazku vybranému podniku pomohl na poli zahraničního obchodu. Jelikož společnost Bohemilk nemá žádný import, ovlivnily ho probíhající intervence pouze pozitivně. Tržby na zahraničním trhu v době kurzového závazku rostly, a to i v letech 2015 a 2016, kdy docházelo na tuzemském trhu k propadu. Po uvolnění měnové politiky lze sledovat opětovný pokles zahraničních tržeb souvisejícím právě s poklesem měnového kurzu. Tyto výsledky korespondují s celkovým vývojem salda zahraničního obchodu v České republice.

Proto bychom podniku doporučili zaměřit se na zahraniční trh tak, aby došlo k úpravě poměru mezi zahraničními a tuzemskými tržbami. K tomu lze využít marketingový mix, který bude sestaven tak, aby se značka rozšířila mezi zahraniční klientelu.

## ZÁVĚR

Cílem této diplomové práce bylo detailně analyzovat aktuální ekonomickou situaci, kdy byl zkoumán dopad změn výše úrokových sazeb na rozhodování investorů v podnikatelském prostředí České republiky.

Celková koncepce práce byla sestavena tak, aby vnesla komplexní vhled do problematiky. Od popisu finančního systému, přes charakteristiku centrálního bankovníctví, k legislativnímu vymezení České národní banky včetně jejích povinností, funkcí a cílů. V práci byly dále popsány měnové nástroje centrální banky s detailním rozbohem aktuálního nastavení v posledních letech používaných instrumentů - zejména úrokových sazeb.

Úrokové sazby jsou hybnou silou, která ovlivňuje mnoho dalších procesů v ekonomice. Ovlivňují ochotu držet peněžní prostředky či naopak volné rezervy investovat. S poklesem úrokové sazby dochází ke zvýšení poptávky po úvěrech, čímž se do ekonomiky uvolňuje peněžní zásoba. Díky růstu množství peněz v ekonomice pak roste nejen inflace, ale i HDP či zaměstnanost. Cílem centrální banky je udržet cenovou stabilitu, která je pro zdravý růst ekonomiky nutným prvkem. Cenovou stabilitou se v českém finančním prostředí myslí stabilní růst cenové hladiny s cílovou hodnotou 2 % s tolerančním pásmem  $\pm 1$  procentní bod. K plnění stanovených cílů jsou využívány měnové nástroje. V současnosti se však ekonomiky na celém světě potýkají se situací, kdy standardní instrumenty selhávají. Centrální banky se tudíž uchylují k využívání nekonvenčních měnových nástrojů. Světové ekonomiky v posledních letech čelí deflačním tlakům, které se snaží odvrátit postupným snižováním úrokových sazeb – stejně tak tomu bylo i v České republice. V některých ekonomikách byly úrokové sazby sníženy až do záporných hodnot, k čemuž se ČNB uchýlit nechtěla. Místo toho se rozhodla využít nekonvenčního nástroje měnové politiky v podobě kurzového závazku v situaci, kdy nastavení úrokových sazeb na technickou nulu nepřinášelo očekávané výsledky. Pomocí devizových intervencí a změny úrokových sazeb bylo dosaženo plánovaného cíle, když se česká ekonomika začala uzdravovat a riziko deflace bylo zažehnáno návratem cenové hladiny do přípustného pásma. Oba tyto nástroje měly vliv na české podniky a v menší míře i na samotné domácnosti.

Analyzovaný podnik, akciová společnost Bohemilk, je rozvíjejícím se středně velkým podnikem, který zaznamenal ve sledovaném období 2011 – 2018 značný vývoj. Ze sesbíraných dat k analýze vlivu změn úrokových sazeb na rozhodování investora bylo zjištěno, že podnik k financování svých investic ve sledovaném období využíval převážně cizí zdroje získané

prostřednictvím krátkodobých a dlouhodobých úvěrů. A to i přes fakt, že podnik disponuje vlastními finančními zdroji. V grafickém znázornění ve čtvrté kapitole (Obrázek č. 15) lze sledovat vztah mezi výší čerpaného úvěru a úrokových nákladů, které se postupně během sledovaného období snižovaly. Komerční banka poskytující úvěr reagovala na změnu úrokových sazeb centrální banky se zpožděním. I tak přinesla sledovanému podniku značné snížení úrokových nákladů. V roce 2016 se podařilo zajistit úvěr s nejnižšími relativními úrokovými náklady z celého sledovaného období, načež byl čerpán úvěr v hodnotě 80 mil. Kč. V dalších letech se centrální banka snažila postupně vrátit ke standardním měnovým nástrojům, s čímž je spojen i opětovný růst 2T repo sazby a nárůst relativních úrokových nákladů. Rozhodování podniku bylo tedy ovlivněno výší úrokové sazby, avšak vzhledem k úrovni vlastních finančních zdrojů není úroková sazba jediným faktorem ovlivňujícím rozhodování investora. Dalšími faktory jsou např. návratnost investice či nezbytnost realizace investice. Tím je myšlen fakt, že v případě realizací investic nezbytných pro další existenci a chod podniku je úroková míra druhotným ukazatelem.

Druhým nástrojem měnové politiky ovlivňujícím vývoj cenové hladiny v české ekonomice byly devizové intervence. Ačkoli se management podniku zaměřuje na tuzemský trh, vystupuje i na trhu zahraničním. S přijetím kurzového závazku se společnosti zvýšily tržby za prodané výrobky na zahraničním trhu a to i v době, kdy tržby na domácím trhu klesaly. Trh tedy reagoval dle ekonomické teorie, tržby z prodaného zboží do zahraničí byly vyšší, přičemž dovážené zboží zdražilo. Jelikož vybraný podnik neeviduje žádné položky nakoupené v zahraničí, resp. import má na nulové úrovni, lze konstatovat, že byl podnik přijatým kurzovým závazkem ovlivněn pouze pozitivně, a to na straně vývozu výrobků.

V celkovém zhodnocení podniku je nutné vyzdvihnout jeho finanční odpovědnost, nízké úvěrové zatížení a dostatečnou likviditu. Prvky, které by signalizovaly nestabilitu či neúspěšnost podniku, nebyly nalezeny. Proto doporučuji podniku nadále pokračovat v zavedené finanční politice. Dle mého názoru by mohla společnost více využívat financování cizími zdroji tak, aby byla realizována další etapa robotizace, která by vedla k nastavení optimálního počtu zaměstnanců, snížila tlak na růst mezd, čímž by zamezila růstu mzdových nákladů podniku. Dále by se měl management podniku zaměřit na budování tržní pozice na zahraničním trhu, aby tak došlo k diverzifikaci rizika v případě vstupu nových konkurentů na trh.

## POUŽITÉ ZDROJE

- [1] ANGRICK, Stefan, NEMOTO, Naoko. *Central banking below zero: The implementation of negative interest rate policies in Europe and Japan* [online]. 2017. [cit. 2018 – 12 - 06]. Dostupné z: <https://www.econstor.eu/handle/10419/163239>
- [2] BOHEMILK. *O nás*. [online]. 2019. [cit. 2020 – 02 – 05]. Dostupné z: <https://www.bohemilk.cz/>
- [3] CYERT, Richard Michael. MARCH, James G.A. *A behavioral theory of the firm*. 2nd ed. Cambridge, Mass: Blackwell Bussines, 1992. ISBN: 0-631-17451-6.
- [4] CYRRUS. *Důsledky zvyšování úrokových sazeb*. [online]. 30.7.2018 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z: <https://www.cyrrus.cz/aktualne-z-trhu/analyzy/dluzit-vic-a-platit-mene-neco-stoji>
- [5] ČESKO. *Zákon č. 6/1993 Sb., České národní rady o České národní bance*. In: *Zákony pro lidi.cz* [online]. [cit. 10. 5. 2020]. Dostupné z: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-6>
- [6] ČERNOHORSKÁ, Liběna. *Komplexní pohled do bankovního světa*. 2. vyd. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2017. ISBN 978-80-7560-094-3.
- [7] ČNB. *Ukončení kurzového závazku a návrat měnové politiky k normálu*. [online]. 10.10.2017 [cit. 2019-03-31]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/benda\\_20171010\\_kolokvium.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/benda_20171010_kolokvium.pdf)
- [8] ČNB. *Zpráva o inflaci IV/2019*. listopad 2019. [cit. 2020-01-30]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy\\_o\\_inflaci/2019/2019\\_IV/download/zoi\\_2019\\_IV.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2019/2019_IV/download/zoi_2019_IV.pdf)
- [9] ČNB. *Cílování inflace*. 2020 a. [online]. [cit. 2020-02-23]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani/)
- [10] ČNB. *Měnověpolitické nástroje*. 2020 b. [online]. [cit. 2020-02-23]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroje/>

- [11] ČNB. *Měnová politika ČNB a kurz jako její nástroj*. 2020 c. [online]. [cit. 2020-03-23].  
Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/kral\\_20140910\\_cek\\_podlaharu.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/kral_20140910_cek_podlaharu.pdf)
- [12] ČNB. *O ČNB*. 2020 d. [online]. [cit. 2020-03-01]. Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb](https://www.cnb.cz/cs/o_cnb)
- [13] ČNB. *Finanční stabilita*. 2020 e. [online]. [cit. 2020-05-10]. Dostupné z:  
<https://www.cnb.cz/cs/financni-stabilita/>
- [14] ČNB. *Stav devizových rezerv* (číslo sestavy 29428/231). [tabulka]. Databáze časových řad ARAD a. [online]. Sestava generována 25.4. [cit. 2020 – 04 - 25] Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=29428&p\\_strid=ADC&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=29428&p_strid=ADC&p_lang=CS)
- [15] ČNB. *Úrokové sazby korunových úvěrů poskytnutých bankami v ČR* (číslo sestavy 58866/940). [tabulka]. Databáze časových řad ARAD b. [online]. Sestava generována 15.3. [cit. 2020 – 03 - 16] Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=58866&p\\_strid=AAABBB&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=58866&p_strid=AAABBB&p_lang=CS)
- [16] ČNB. *Saldo obchodní bilance* (číslo sestavy = 21746/3520). [tabulka]. Databáze časových řad ARAD c. [online]. Sestava generována 25.4. [cit. 2020 – 04 - 25]  
Dostupné z:  
[https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY\\_PKG.PARAMETRY\\_SESTAVY?p\\_sestuid=21746&p\\_strid=ACJC&p\\_lang=CS](https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=21746&p_strid=ACJC&p_lang=CS)
- [17] ČSÚ. *Míry zaměstnanosti, nezaměstnanosti a ekonomické aktivity – září 2019*. [online]. 31. 10. 2019 [cit. 2019-11-25]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cris/miry-zamestnanosti-nezamestnanosti-a-ekonomicke-aktivity-zari-2019>
- [18] ČT24. *Na intervence proti posilující koruně vydala ČNB zhruba dva biliony korun, březen byl rekordní. 2017 a.* [online]. 9. 5. 2017 [cit. 2019 – 03 – 03]. Dostupné z:  
<https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/2113127-na-intervence-proti-posilujici-korune-vidala-cnb-zhruba-dva-biliony-korun-brezen>

- [19] ČT24. *Vše o intervencích. ČNB si „vytiskla“ stovky miliard, otázka je, co teď s nimi.* 2017 b. [online]. [cit. 2019 – 03 - 03]. Dostupné z:  
<https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/2071438-vse-o-intervencich-cnb-si-vytiskla-stovky-miliard-otzka-je-co-ted-s-nimi>
- [20] EUROSISTEM. *The definition of price stability.* [online]. [cit. 2018-12-06]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>
- [21] EUROSISTEM. *The euro area bank lending survey: 4th quarter of 2014.* [online]. 2015 [cit. 2018-12-06]. Dostupné z:  
[https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/bank\\_lending\\_survey/pdf/ecb.blssurvey2014q4.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/pdf/ecb.blssurvey2014q4.en.pdf)
- [22] EUROZPRAVY. *Americký FED zvýšil základní úrokovou sazbu poprvé za téměř deset let.* [online]. 16.12.2015 [cit. 2019-02-23]. Dostupné z:  
<https://eurozpravy.cz/ekonomika/svet/140142-americky-fed-zvysil-zakladni-urokovou-sazbu-poprve-za-temer-deset-let/>
- [23] FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Strategic plan 2016 - 2019.* [online]. [cit. 2019-03-01]. Dostupné z: <https://www.federalreserve.gov/publications/2016-19-strategic-plan.htm>
- [24] FRED. *Effective Federal Funds Rate.* [online]. [cit 2020 – 5 - 7]. Dostupné z: <https://fred.stlouisfed.org/series/DFF>
- [25] HANSEN, Alvin H. Classical, Loanable-Fund, and Keynesian Interest Theories. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 65, No. 3, pp. 429-432. JSTOR. [online] 1951. [cit 2019 – 11 – 28] Dostupné z: [www.jstor.org/stable/1882223](http://www.jstor.org/stable/1882223)
- [26] INVESTIČNÍ WEB. *ECB potvrdila nastavení měnové politiky, sazby zůstanou na současných úrovních minimálně do konce příštího léta.* [online]. 26.7.2018 [cit. 2018-12-26]. Dostupné z: <https://www.investicniweb.cz/news-ecb-zasedani-cervenec-2018/>
- [27] JACKSON, Harriet. *The International Experience with Negative Policy Rates.* Bank of Canada. Ottawa, 2015. ISSN 1914-0568.



- [28] JANÁČKOVÁ, Stanislava, *Lesk a bída měnové politiky: Peníze tajemství zbavené?* 1. vyd. Praha: Institut Václava Klause, červenec 2015, ISBN 978 – 80 – 7542 – 000 - 8
- [29] JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice I.: Peníze a platební styk*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013a. ISBN 978 - 80 - 247 - 3893 - 2.
- [30] JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.: Měnová a kurzová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013b. ISBN 978 - 80 - 247 – 4516 - 9.
- [31] JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2004. Edice Finanční trhy a instituce. ISBN 80 - 247 - 0769 - 1.
- [32] JUREČKA, Václav a kol.. *Makroekonomie*. 3. aktualizované a rozšířené vyd. Praha: Grada Publishing, 2017. ISBN 978 – 80 – 271 – 0251 – 8.
- [33] JUSTICE. *Výroční zprávy*. 2011 – 2018. [online]. [cit. 2020-01-30]. Dostupné z: <https://or.justice.cz/ias/ui/vypis-sl-firma?subjektId=66953>
- [34] KOHOUT, Pavel. *Investiční strategie pro třetí tisíciletí*. 7. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013. Edice Finanční trhy a investice. ISBN 978-80-247-5064-4.
- [35] MEJSTRÍK, Michal, PEČENÁ, Magda, TEPLÝ, Petr. *Bankovníctví v teorii a praxi*. 1. vyd. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7.
- [36] POLOUČEK, Stanislav a kol. *Peníze, banky, finanční trhy*. 1. vyd. Praha: C. H. Beck, 2009. ISBN 978 - 80 - 7400 - 152 - 9.
- [37] REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4. vyd. Praha: Grada Publishing, 2014. ISBN 978 - 80 - 247 - 3671 - 6.
- [38] REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5 aktualizované vyd. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978 - 80 - 7261 – 303 – 8.
- [39] VON MISSES, Ludwig. *The Theory of Money and Credit*. Second Printing. Yale University Press, 2009. ISBN 978-1-933550-55-8.