

Vysoká škola ekonomická v Praze

Bakalářska práce

2019

Dávid Jesenovský

Vysoká škola ekonomická v Praze

Fakulta podnikohospodářská

Katedra: Manažerské ekonomie

Studijní obor: Podniková ekonomie a management



Monetárna (peňažná a úverová) politika Českej republiky a jej vplyv na podnikateľskú sféru

Autor:

Dávid Jesenovský

Vedúci Bakalárskej práce:

prof. Ing. Jindřich Soukup, CSc.

Rok obhajoby:

2019

Prehlásenie

Prehlasujem, že som bakalársku prácu Monetárna (peňažná a úverová) politika Českej republiky a jej vplyv na podnikateľskú sféru vypracoval samostatne za použitia v práci uvedených prameňov a literatúry.

V dňa

.....

Dávid Jesenovský

Pod'akovanie

Rád by som týmto pod'akoval prof. Ing. Jindřichovi Soukupovi, CSc. za ústreťový prístup a cenné rady pri spracovávaní mojej bakalárskej práce.

Názov bakalárskej práce

Monetárna (peňažná a úverová) politika Českej republiky a jej vplyv na podnikateľskú sféru

Abstrakt

Cieľom bakalárskej práce je popísať a porozumieť fungovaniu a tvorbe monetárnej politiky v prostredí Českej republiky v sledovanom období medzi rokmi 2008 - 2017. Budeme sa zaoberať ako teoretickým náležitostiam monetárnej politiky, tak aj ich praktickej aplikácii Českou národnou bankou v ČR. V teoretickej časti sa budeme zaoberať menovou politikou a centrálnym bankovníctvom v širšom slova zmysle, zo snahou lepšieho pochopenia ich procesov a mechanizmov. Pozrieme sa na to, aké dopady môžu mať na makroekonomický vývoj a akými nástrojmi tento vývoj môžeme korigovať. V praktickej časti sa zameriame už na konkrétny vývoj monetárnej politiky v Českej republike, na to aký vplyv mala na makroekonomický vývoj v sledovanom období 2008 – 2017, aké opatrenia Česká národná banka v tomto čase využívala a aký dopad mala jej činnosť na podnikateľskú sféru, konkrétnejšie na hypotekárnom a investičnom trhu. V závere zhrnieme výstupy z praktickej časti a zosumarizujeme ekonomické dianie v ČR a jej podnikateľskej sfére v rokoch 2008 – 2017. Hlavný prínos práce by mal byť komplexný pohľad na monetárnu politiku Českej republiky, ako sa v sledovanom období vyvíjala a aký výsledok mali jej intervencie na podnikateľskú sféru.

Kľúčové slová

Monetárna politika, makroekonomický vývoj, úroková miera, Česká národná banka, investície, hypotekárna úroková miera, HDP, Podnikateľská sféra

Name of the Bachelor's Thesis

Monetary (monetary and credit) policy of the Czech Republic and its impact on business.

Abstract

The main aim of this bachelor thesis is a successful description of the monetary policy of the Czech republic in the observed time-frame of 2008 – 2017. We will deal with both the theoretical requirements of monetary policy and their practical application by the Czech National Bank in the Czech Republic. In the theoretical part, we will be dealing with monetary policy and central banking in a broader sense, with an effort to better understand their processes and mechanisms. We will look at what impacts they may have on macroeconomic developments and what tools we can use to correct this development. In the practical part, we will focus on the real development of monetary policy in the Czech Republic, on the impact the monetary politics had in the period between the years 2008 - 2017, and what impact it has had on the business sector, more specifically in the mortgage and investment markets. In conclusion, we will recap the outputs from the practical part and summarize the economic events in the Czech Republic and its business sphere in 2008 - 2017. The main contribution of the work should be a comprehensive view of the monetary policy of the Czech Republic, how it developed in the period under review and what outcome it had on business in Czech Republic.

Keywords

Monetary policy, macroeconomic development, interest rate, Czech national bank, investments, mortgage interest rates, GDP, business sector

Obsah

ZOZNAM OBRÁZKOV	9
ZOZNAM TABULIEK	9
ZOZNAM GRAFOV	9
ÚVOD	11
1 TEORETICKÝ ZÁKLAD.....	12
2 ČESKÁ NÁRODNÁ BANKA	13
3 MONETÁRNA POLITIKA ČNB	15
3.1 TRANSMISNÝ MECHANIZMUS	15
3.1.1 Menový transmisný mechanizmus.....	17
3.1.2 Úverový transmisný mechanizmus.....	18
3.1.3 Kurzový transmisný mechanizmus	22
3.2 NÁSTROJE MONETÁRNEJ POLITIKY	24
3.2.1 Nepriame nástroje.....	25
3.2.1.1 Operácie na voľnom trhu.....	25
3.2.1.2 Diskontné sadzby.....	25
3.2.1.3 Povinné minimálne rezervy.....	26
3.2.2 Priame nástroje.....	26
3.2.2.1 Pravidlá likvidity.....	26
3.2.2.2 Úverové limity.....	27
3.2.2.3 Limity úrokových sadzieb	27
3.2.2.4 Povinné vklady bánk.....	28
3.2.2.5 Odporúčenia, výzvy, dohody.....	28
4 ÚROKOVÉ SADZBY.....	28
4.1 NOMINÁLNA VS. REÁLNA ÚROKOVÁ MIERA	28
5 CENOVÁ STABILITA	29
5.1 DEVÍZOVÉ REZERVY A INTERVENCIE ČNB.....	30
5.2 INFLÁCIA.....	31
5.3 HRUBÝ DOMÁCI PRODUKT.....	35
6 PRAKTICKÁ ČASŤ	36
6.1 MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ HOSPODÁRSTVA ČR OD ROKU 2008	36
6.2 VÝVOJ HYPOTEKÁRNEJ ÚROKOVEJ MIERY V ROKOCH 2008 - 2017	41
6.3 VÝVOJ INVESTÍCIÍ V ROKOCH 2008 - 2017	46
ZÁVER	51
ZDROJE	52
ODBORNÁ LITERATÚRA	52
ČLÁNKY.....	52

PREZENTÁCIE A LEKCIE	52
ZÁVEREČNÉ PRÁCE.....	53
INTERNETOVÉ ZDROJE	53

Zoznam obrázkov

Obrázok 1 – Funkcie centrálnej banky	14
Obrázok 2 – Transmisný mechanizmus menovej politiky	16
Obrázok 3 – Transmisné mechanizmy menovej politiky	17
Obrázok 4 – Redistribučný efekt inflácie	33

Zoznam tabuliek

Tabuľka 1 – Inflačné ciele ČNB v čistej inflácii (1998-2005)	32
Tabuľka 2 – Porovnanie výšky úrokových sadzieb tzv. 85% hypoték	42
Tabuľka 3 – Prehľad o celkovom počte OSVČ	49

Zoznam grafov

Graf 1- HDP ČR na obyvateľa (2001 – 2017)	36
Graf 2 – Miera rastu HDP ČR (2007 – 2017)	40
Graf 3 – Úrokové sadzby hypoték v ČR (2008 – 2018)	41
Graf 4 – Vývoj úrokových sadzieb v ČR (Fincentrum Hypoindex a 2T repo sadzba ČNB) 2007 - 2019	43
Graf 5 – Počet nových hypoték	45
Graf 6 - Priemerná výška hypoték	46
Graf 7 – Podiel tvorby hrubého fixného kapitálu v HDP %	47
Graf 8 – Celkové investície v % HDP (2007 – 2015)	48
Graf 9 – Investície podnikového sektoru v % HDP (2007 – 2014)	48
Graf 10 – Celkové investície, ekonomická aktivita a zamestnanosť v ČR	50

Úvod

Motiváciou k napísaniu bakalárskej práce na tému monetárnej politiky mi bola hlavne skutočnosť, že napriek tomu, že všetci žijeme v ekonomickom priestore, či už v Českej republike alebo kdekoľvek vo svete, porozumenie ekonomických činností štátu, ovplyvňujúce priamo náš blahobyť sa stalo veľkou neznámou. Mnoho ľudí študujúci aj ekonomické vedy nemajú veľmi dobré poňatie toho, čo štát na ich úkor robí. Mojim cieľom teda bude lepšie porozumenie problematiky práce ekonomických entít pri riadení štátu skrz monetárnu politiku na príklade Českej republiky a následne preskúmať dopad zásahov danej politiky na podnikateľskú sféru.

V prvej časti sa sústredím na objasnenie pojmov, ktoré sa budú najčastejšie vyskytovať v práci a ktoré budú mať priame prepojenie jednak medzi sebou tak aj na výstup a na vplyv na podnikateľské zložky na území Českej republiky. Zameriame sa na to čo je to Česká národná banka, aké prepojenie má s riadením monetárnej politiky Českej republiky, aké nástroje pritom používa. Rozvinieme, čo monetárna politika štátu je a aké ciele sa snaží dosiahnuť a taktiež ako úspešná v plnení daných cieľov pozorovaný štátny priestor je. Spomenieme aké dopady mali zásahy monetárnej politiky do chodu štátu v minulosti medzi rokmi 2008 až 2017 a na čom sa spomínané dopady prejavili.

Výstupom tejto bakalárskej práce by mali byť odpovede na otázky toho, ako sa vyvíjala ekonomika Českej republiky ako celku, sústredíme sa hlavne na HDP a veličiny s ním späté (miera rastu HDP, HDP na obyvateľa), následne budeme skúmať aké dopady na daný vývoj mala menová politika a iné zásahy Českej národnej banky, menovite to budú dve hlavné zásahy v znižovaní úrokových mier a menovom kurze v podobe kurzového záväzku a čo to znamenalo pre podnikateľov a podnikateľskú sféru, ako vybrané faktory ovplyvňujúce toto prostredie budú hypotekárne úrokové miery a vývoj investícií v sledovanom období

Nakoľko sa budeme zaoberať podnikateľskou sférou a ako sa práve monetárna politika podieľala na jej formovaní medzi rokmi 2008 – 2017, budeme pracovať z veličinami ako sú hypotekárne úrokové miery, 2T repo sadzby, menový kurz, zaujímať nás bude ale aj počet nových hypoték, ich priemerná výška, podiel fixného kapitálu na HDP, investície podnikového sektora a ich vývoj v čase. Všetko z vyššie spomenutých by nám malo poskytnúť lepší pohľad dopadu menovej politiky na skutočný priebeh vývoja podnikateľskej sféry v ČR.

1 Teoretický základ

Práca bude vychádzať z kvalitných a dôveryhodných zdrojov, pričom prevažná časť informácií v teoretickej časti bude pochádzať z knižných zdrojov sústreďujúcich sa na makroekonomické prvky ekonomiky štátu a samotnej monetárnej politiky. Praktická časť bude čerpať viac z internetových zdrojov, nakoľko budeme skúmať relatívne nedávne časové obdobie. Budeme vychádzať z informácií zverejňované jednak Českou národní bankou, hlavne v prípade zistenia indexov, inflácie či úrokových mier a taktiež budeme pracovať z informáciami poskytované ministerstvom financií vo forme zverejňovaných ekonomických predikcií.

Ako už bolo spomínané, v teoretickej časti sa budeme venovať hlavne makroekonomickým ukazateľom a ich vysvetleniu. Informácie pre túto časť budeme čerpať hlavne z kníh *Makroekonomie (Soukup 2010)* a *Makroekonomie (Pavelka 2007)*. Informácie týkajúce sa Českej národnej banky a jej činnosti v oblasti ovplyvňovania monetárnej politiky Českej republiky, budú získavané prevažne z literatúry ako *Centrální bankovníctví (Revenda 2011)*. Ako internetové zdroje nám poslúžia hlavne stránky Českej národnej banky, ministerstva financií a Fincentra Hypoindex.

2 Česká národní banka

Z historického hľadiska ľudia stále používali istú formu výmeny za tovar. Počínajúc bártrovou ekonomikou. S del'bou práce a špecializáciou došlo k postupnému prechodu k efektívnejšej peňažnej ekonomike a jej vývoj vyvrcholil až do podoby v akej ju poznáme teraz. V dobe prechodu na peňažnú ekonomiku a konkrétnejšie ekonomiku, v ktorej sa používajú papierové peniaze a mince, bolo za potreby vytvoriť istý regulačný orgán, teraz známy ako centrálna banka. Donedávna bolo pre centrálnu banku bežnou praktikou väzba peňazí na zlato, kde banky boli zaviazané k držaniu peňažnej meny v zlate vo fixnom pomere. Zlato bolo často uložené v trezoroch bánk, zatiaľ čo jeho vlastníci sa menili s tým, ako sa peniaze presúvali z ruky do ruky. V súčasnosti to už tak nie je. Mince a papierové peniaze, sa v anglosaskom svete nazývajú „fiat money“, v anglickom jazyku sa používa taktiež výraz v prenesenom zmysle „nariadenie autority“.

Vo väčšine štátov sú peniaze emitované jedinou centrálnou autoritou, centrálnou bankou. V prípade Českej republiky je to česká národná banka. Jej primárnym cieľom je zo zákona udržiavanie cenovej stability. ČNB ma taktiež širšiu ekonomickú zodpovednosť, nakoľko tento zákon hovorí o tom, že „ak je ním hlavný cieľ nedotknutý, Česká národná banka podporuje obecnú hospodársku politiku vlády vedúcu k udržateľnému hospodárskemu rastu“. Nakoľko sa tento cieľ dá vysvetliť rôznymi spôsobmi, dochádzalo v minulosti ku konfliktom medzi ČNB a českou vládou pri koordinácii monetárnej a fiškálnej politiky. Činnosť ČNB obsahuje okrem riadenia cenovej stability aj kontrolu finančnej stability a bezpečného fungovania finančného systému v Českej republike ako napríklad, vydávanie bankoviek a mincí, riadenie peňažného obehu, zúčtovanie bánk a v neposlednom rade vykonáva dohľad nad osobami pôsobiacimi na finančnom trhu.

V súčasnej dobe plnia centrálnu banku v tržných ekonomikách dve hlavné okruhy funkcií a Česká národná banka nie je výnimkou. Sú to makroekonomické (zaistenie stabilného menového vývoja) a mikroekonomické (zabezpečenie bezpečnosti, efektívnosti, spoľahlivosti a dôveryhodnosti bankového systému) vid' obrázok 1. V tejto práci sa budeme zaoberať jednou z makroekonomických funkcií Českej národnej banky a to jej monetárnou politikou.

Obrázok 1 – Funkcie centrálnej banky



Zdroj: Revenda (2015)

3 Monetárna politika ČNB

Menová politika je jedna z najdôležitejších činností centrálnych bánk v tržných ekonomikách. V knihe Z. Revendu Centrálne bankovníctvo, považuje menovú politiku ako „*vedomú činnosť nejakého subjektu, ktorá sa prostredníctvom menových nástrojov snaží regulovať vývoj množstva peňazí v obehu, a dosiahnuť tým určitých cieľov.*“

V priebehu rokov sa menová politika korigovala pomocou rôznych metód, príkladom, do roku 1997 bola konaná pomocou menového transmisného mechanizmu a koncom roka 1997 Česká národná banka prešla na takzvané cieľovanie inflácie, ktoré pretrváva až doteraz.

Úlohou menovej politiky je usporiadanie a koordinovanie zásad a opatrení, ktoré vyhlasuje ČNB a to pre konanie platobných, zúčtovacích, depozitných, úverových, devízových a ďalších peňažných činností.

Za hlavný cieľ monetárnej politiky Českej národnej banky sa považuje menová stabilita. Daný cieľ je možné dosiahnuť iba za predpokladu, rovnosti množstva peňazí v obehu a dopytu po nich.

Problémom s ktorým sa takáto predispozícia stýka, je v prvom rade stanovenie aktuálne potrebného množstva peňazí v ekonomike. Česká národná banka nie je schopná dodať do obehu presne potrebné množstvo peňazí, z tohto dôvodu sa stáva, že banka emituje viac peňazí, ako je ekonomicky nutné. Centrálne banky sú nútené v každej tržnej ekonomike nájsť niečo, čo by im pomohlo čo najpresnejšie určiť potrebné ekonomicky nutné množstvo peňazí a podľa toho prispôbiť ponuku pre udržanie menovej rovnováhy. Za to, čo môže dopomôcť k lepšiemu určeniu potrebnej peňažnej hladiny a teda indikátorom menovej rovnováhy je stabilita cenovej hladiny, ktorá je vyjadrená zmenami agregátnej cenovej hladiny. Stabilita cenovej hladiny je v tržnej ekonomike dosiahnutá v prípade rovnosti potrebného množstva peňazí v ekonomike a reálneho množstva peňazí v ekonomike.

3.1 Transmisný mechanizmus

K správne pochopeniu a predvídaníu efektov monetárnych zásahov do ekonomiky je vitálne správne posúdenie transmisného mechanizmu monetárnej politiky. Mechanizmus, ktorým sa je monetárna politika štátu prenášaná do skutočnej ekonomiky bola a neustále je súčasťou extenzívneho teoretického a empirického výskumu. Napriek tomu presný mechanizmus stále nebol úplne odhalený. Bernanke a Blinder (1995) naň odkazujú ako na „čiernu skrinku“. My sa však v tejto práci budeme zaoberať hlavne súčasne štandardne uznávaným pohľadom na transmisný mechanizmus jeho fungovanie a to pomocou

pohľadu lepšie známeho ako „money view“, ktorý vysvetľuje prenos monetárnych aktivít do ekonomiky pomocou kanála úrokových mier.

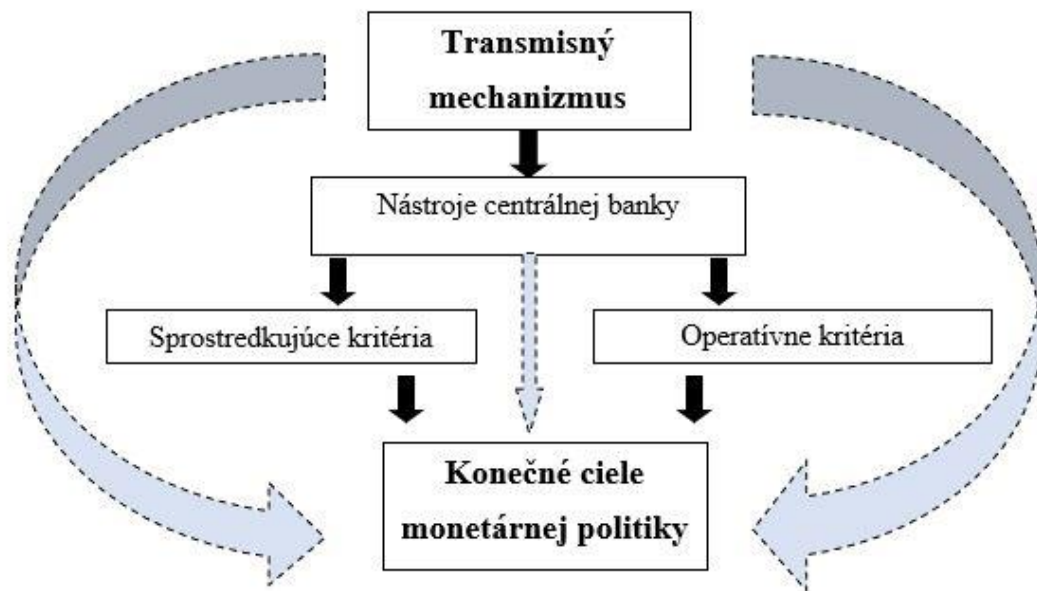
Na základe tradičného, už spomínaného pohľadu monetárnej transmisie, ktorý ju vysvetľuje skrz kanál úrokových mier, môžeme pri zmene politicky indukovaných úrokových mier sledovať dopad na dlhodobé úrokové miery a menový kurz, a teda zmenu relatívnych cien v ekonomike, ceny budúcej spotreby a investícií relatívnych k súčasnej spotrebe a taktiež na cenu zahraničného tovaru oproti domácemu (Bean, Larsen a Nikolov, 2002).

V zhrnutí, proces menovej politiky v sebe nesie celú radu dejov a procesov, ktorými korigujú dopad menového cieľa na ekonomiku štátu. Avšak centrálna banka nemá priamy vplyv na konečný cieľ monetárnej politiky, svojimi nástrojmi iba ovplyvňuje monetárny vývoj. Odpoveď na otázku či sa vývoj uberať očakávaným smerom nám dávajú

- Operatívne kritériá
- Sprostredkujúce kritériá
- Konečné ciele monetárnej politiky

Šípkami s prerušovanou čiarou je vyjadrený nepriamy vplyv monetárnych nástrojov na konečný cieľ.

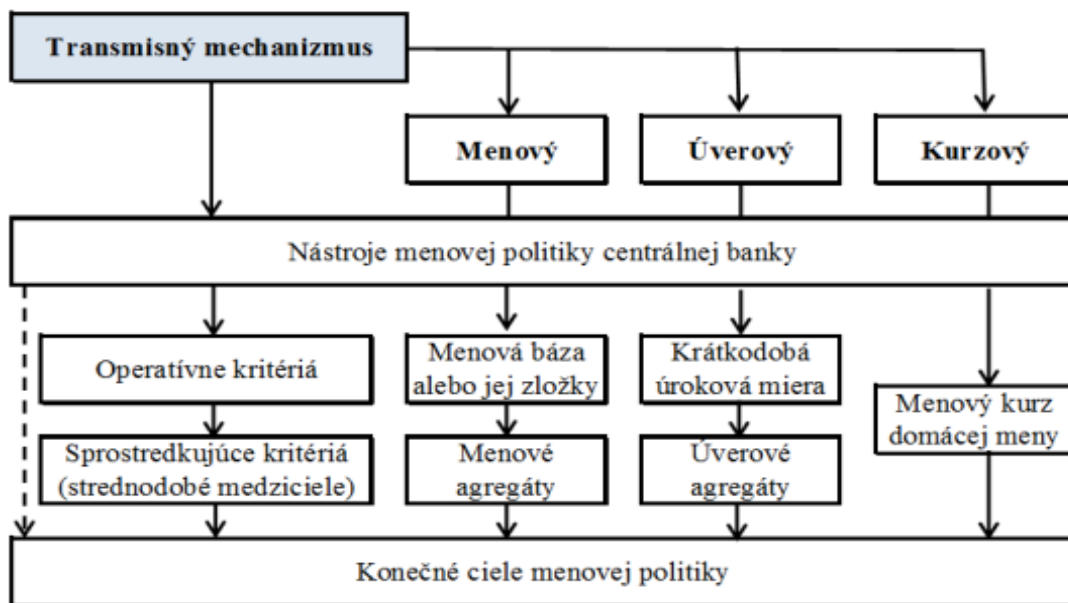
Obrázok 2 – Transmisný mechanizmus menovej politiky



Zdroj: Revenda (2015)

Na obrázku dole je možno vidieť tri základné transmisné mechanizmy a to menový, úverový a kurzový. Sú to konkrétne mechanizmy použité v súlade s operatívnymi a sprostredkovateľskými kritériami.

Obrázok 3 – Transmisné mechanizmy menovej politiky



Zdroj: Revenda (2015)

3.1.1 Menový transmisný mechanizmus

Jedným z postupov regulácie monetárnej politiky je menový transmisný mechanizmus, princíp ktorého je založený na schopnosti centrálnej banky regulovať vývoj menovej bázy a jej zložiek. Táto schopnosť je taktiež jednou z podmienok fungovania tohto transmisného mechanizmu.

Menová báza je súhrnom emitovaného obeživa a celkových rezerv, môžeme ju nájsť v pasívach bilancie centrálnej banky. Centrálna banka menovú bázu riadi a usmerňuje, no nie nad všetkými zložkami má rovnakú výšku kontroly, z tohto dôvodu môžeme menovú bázu ešte rozčleniť na nevypožičanú, ktorá je regulovaná skrz operácie na voľnom trhu a je skoro dokonalo kontrolovateľná a vypožičanú, regulovanú za pomoci diskontných úverov poskytované centrálnou bankou obchodným bankám. Menová báza vystupuje ako operatívne kritérium v nástrojoch transmisného mechanizmu.

$$\text{Celkové aktíva} = MB + \text{Ostatné pasíva}$$

Pri pohľade na vzorec môžeme vyvodiť závery toho, ako sa pri zmenách premenných v danom vzorci budú správať celkové aktíva. V prípade zvýšenia alebo zníženia celkových aktív CB dôjde k rovnomernej zmene na strane menovej bázy, v prípade že zostanú ostatné pasíva rovnaké, alebo naopak k zmene v ostatných aktívach ak zostane menová báza rovnaká. Ak naopak nastane zmena na strane ostatných pasív no nenastane zmena vo výške celkových aktív, musí tento rozdiel byť kompenzovaný nárastom alebo poklesom menovej bázy. Pri opačných zmenách položiek aktív v rámci celkových aktív alebo ostatných pasív, sa menová báza nemení. V prípade menového transmisného mechanizmu nie je dostatočné vedieť iba v ktorej oblasti sa zmeny nachádzajú, či na strane pasív alebo aktív, ale aj príčinu ich zmeny. Je nutné rozlišovať operácie v domácej alebo cudzej mene. Prirodzeným vývojom v bankovom sektore sa charakter operácií centrálnej banky zmenil z hotovostného na bezhotovostný, z tohto dôvodu dochádza v súčasnosti k zmenám v rezervách bánk, nie vo výške emitovaného obeživa.

Ako ďalšia podmienka fungovania menového TM je vedomosť a údržba relatívnej stability väzieb medzi vývojom menovej bázy a menového agregátu, ktorý je sprostredkovateľským kritériom menového transmisného mechanizmu. Menové agregáty je možno rozdeľovať na základe ich likvidity kdežto peňažný agregát M1 je najlikvidnejší a agregát M3 najmenej likvidný. Závislosť medzi menovými agregátmi a menovou bázou vyjadrujeme ako pomer zmien príslušného agregátu a menovej bázy. V prípade tohto TM stojí centrálna banka pred otázkou, ktorý z menových agregátov by mal hrať v transmisnom mechanizme rolu sprostredovateľského kritéria.

V prípade ČNB je menový transmisný mechanizmus nevyužívaný hlavne na úkor iného nástroja a to úrokovej miery.

3.1.2 Úverový transmisný mechanizmus

Ďalším z transmisných mechanizmov menovej politiky je úverový transmisný mechanizmus. V závislosti na sprostredkovateľskom kritériu, ktoré zabezpečuje fungovanie mechanizmu, má úverový transmisný mechanizmus tri podoby, dva základné úverové agregáty, dlhodobú úrokovú mieru a v roli operatívneho kritéria vystupuje krátkodobá úroková miera. Práve regulácia krátkodobej úrokovej miery, ktorou nepriamo ovplyvňuje vybrané menové agregáty a zabezpečuje dosiahnutie konečných cieľov centrálnej banky je hlavným článkom úverového transmisného mechanizmu a konania monetárnej politiky štátu.

Ako všetky transmisné mechanizmy ich účinnosť je založená na troch základných podmienkach:

- Schopnosťou centrálnej banky ovplyvniť svojimi nástrojmi úroveň krátkodobej úrokovej miery
- Znalosti a relatívnej stability väzieb medzi krátkodobou úrokovou mierou a vývojom úverových agregátov
- Znalosti a relatívnej stability väzieb medzi vývojom úverových agregátov a vývojom konečných cieľov, v podobe nominálneho hrubého domáceho produktu alebo cenovej hladiny.

V prípade úrokového transmisného mechanizmu je kvantifikácia rovnako ako dopadu tak aj vplyvu zmien úrokovej miery na ekonomiku veľmi zložitá. Za príčinu to má samotný vzťah medzi krátkodobou úrokovou mierou a tržnou ekonomikou, ktorá je závislá predovšetkým na vzťahu medzi ponukou a dopytom na vybranom trhu, a preto ju môže centrálna banka ovplyvňovať iba nepriamo.

Centrálna banka má široké spektrum nástrojov ako môže úrokovú mieru nepriamo ovplyvniť. Tieto nástroje sú podrobnejšie popísané v nasledujúcej kapitole. V tejto kapitole sa avšak sústreďujeme na ich účinok na úrokovú mieru a ako ju môžu ovplyvňovať. Tieto nástroje sú:

- Operácie na voľnom trhu
- Diskontné sadzby CB
- Povinné minimálne rezervy
- Úverové limity
- Úrokové limity

Operácie na voľnom trhu - sú bezprostredne naviazané na rezervy bánk a teda menovú bázu. To znamená, že v prípade keď banka nakúpi cenné papiere, zvýši tým menovú bázu, čo má za následok nárast ponuky voľných zdrojov na trhu alebo pokles dopytu po zdrojoch na medzibankovom trhu. Predaj cenných papierov má na menovú bázu presne opačný dopad. Výsledkom takéhoto konania je nárast alebo pokles krátkodobej úrokovej miery na danom trhu. Už len samotný nákup cenných papierov môže mať značný vplyv na krátkodobú úrokovú mieru. Keďže banka cenné papiere nakupuje za vyššiu cenu, vytvára tak tlak na pokles úrokových mier z nich, čo môže mať za následok pokles ďalších sadzieb v ekonomike a na medzibankovom trhu.

Diskontné sadzby centrálnej banky - ovplyvňujú dopyt po jej úveroch zo strany obchodných bánk a vývoj ich rezerv. Zmeny v úrokových sadzbách centrálnej banky majú za následok pohyb úrokových mier komerčných bánk v rovnakom smere. V prípade ich zvýšenia úrokové miery bánk rastú a naopak pri ich znížení klesajú. Ako výrazne sa

úrokové sadzby bánk zmenia je dané úrovňou vplyvu jednotlivých bánk na úveroch od centrálnej banky.

Povinné minimálne rezervy - centrálna banka môže krátkodobú úrokovú mieru regulovať skrz zmeny vo výnosoch respektíve nákladoch bánk. CB môže povinné minimálne rezervy zvýšiť, čo pre banky znamená pri rovnakých podmienkach pokles potencionálnych výnosov či nárast ich nákladov, alebo ich môže znížiť a tým pádom výnosy bánk zvýšiť a náklady znížiť. V oboch prípadoch je reakcia bánk založená na prispôsobovaní úrokových sadzieb z úverov alebo vkladov. V prípade zvýšenia povinných minimálnych rezerv sa banky snažia túto stratu vo výnosoch kompenzovať zvýšením úrokov z úverov, navyše takýto vývoj môže zvýšiť dopyt bánk po úveroch na medzibankových trhoch a následne zvýšiť krátkodobú úrokovú mieru.

Úverové limity – výsledkom regulácie úverových limitou bánk je rozšírenie alebo obmedzenie ponuky bankových úverov v ekonomike. V jednoduchosti centrálna banka ovplyvňuje počet úverov, ktoré môžu banky svojim klientom poskytnúť. Ak sa CB rozhodne o zvýšení množstva úverov v ekonomike, snaží sa o pokles krátkodobej úrokovej miery a naopak pri restrikcii množstva úverov usiluje o jej zvýšenie.

Úrokové limity – môžeme ich ďalej deliť na horné a dolné v prípade úrokov z vkladov a horné pri úrokoch z úverov. Zvýšenie limitov typicky vedie k zvyšovaniu úrokov a znižovanie k ich poklesu. Avšak spomenuté zmeny nastať nemusia, nakoľko rozhodnutie o zvýšení či znížení sadzieb smerom k limitám je na subjektívnom rozhodnutí jednotlivých bánk.

Úlohu sprostredkujúcich kritérií v úverovom transmisnom mechanizme najčastejšie tvoria úverové agregáty ako celkový stav úverov a celkový stav bankových úverov v domácej mene, alebo taktiež strednedobá, dlhodobá úroková miera a úverové zdroje bánk. Rovnako ako v prípade menového transmisného mechanizmu, stojí banka pred dôležitým rozhodnutím, ktorý zo sprostredkujúcich kritérií využije k plneniu jej konečných cieľov. Rozhodujúca je miera vplyvu na vývoj kritéria, dostupnosť a spoľahlivosť kvantitatívnych údajov kritéria a stupeň korelácie medzi vývojom sprostredkovateľského kritéria a konečným cieľom monetárnej politiky.

Schopnosť ovplyvnenia vývoja sprostredkujúcich kritérií - nástrojov, ktorými centrálna banka môže ovplyvňovať úrokovú mieru je mnoho, no nie všetky sú však rovnako účinné, z tohto dôvodu musí CB hľadať tie kritéria, ktoré na zmenu krátkodobých úrokových mier reagujú v danom ekonomickom prostredí najlepšie. Práve z dôvodu neustále sa meniaceho sa ekonomického prostredia v štáte je odpoveď na to, ktoré sprostredkujúce kritérium reaguje na zmenu najlepšie nejednoznačné.

Dostupnosť a spoľahlivosť kvantitatívnych údajov o vývoji sprostredkujúceho kritéria - Z väčšej časti sú kvantitatívne údaje sprostredkujúcich kritérií v rámci subjektov vecné a ľahko dohľadateľné. Problémy ale môžu nastať pri celkovom stave úverov, z dôvodu

inklúzie aj nebankových úverov, ktoré môžu byť dostupné omnoho ťažšie a s väčším časovým odstupom.

Väzba medzi vývojom sprostredkujúcich kritérií a konečným cieľom monetárnej politiky – ďalšou prekážkou sťažujúcou výber a odhad chovania sa sprostredkujúcich kritérií je znalosť väzieb, ktoré majú voči konečným cieľom menovej politiky.

Na základe najčastejšie využívaných sprostredkujúcich kritérií (úverových agregátov) rozlišujeme tri rôzne rozdelenia úverového transmisného mechanizmu, a to:

- Úverový transmisný mechanizmus v širokej podobe (broad credit channel)
- Bankovo-úverový transmisný mechanizmus (bank lending channel)
- Úrokový transmisný mechanizmus (interest rate channel)

Úverový transmisný mechanizmus v širokej podobe – ide o transmisný mechanizmus v ktorom je sprostredkujúcim kritériom celkový stav úverov v ekonomike, zahrnujúc aj úvery poskytnuté nebankovými inštitúciami. Tento mechanizmus berie na vedomie to, bankové úvery nie sú jediné poskytované úvery v ekonomike. Neznáma, akou sú nebankové úvery, ktoré sú len ťažko kvantifikovateľné, má vplyv na efektivitu a predikciu zmien menovej politiky. Napríklad v prípade zvýšenia úrokových sadzieb bankových úverov sa predpokladá pokles dopytu po nich, do obrazu ale vstupujú aj nebankové úvery, musíme brať do úvahy aj možný rast dopytu po nich ako kompenzáciu za znížený dopyt po úveroch bankových. Takáto situácia nastáva prevažne ak úroková miera nebankových subjektov zostane na rovnakej úrovni. Môže tak dôjsť k takzvanému vytesneniu bankových úverov nebankovými subjektmi, čo vedie k poklesu účinnosti menovej politiky.

Bankovo-úverový transmisný mechanizmus – Pri extrakcii nebankových úverov z celkových, platí že špecifickými úvermi v ekonomike sú iba bankové úvery. Na rozdiel od úverového mechanizmu v širokej podobe, si dlžníci pokles ponuky po bankových úverov nemôžu kompenzovať čerpaním z úverov nebankových. V takýchto ekonomikách je dopyt po nebankových úveroch zanedbateľný a tým pádom nemôžu viesť k vytesňovaniu bankových úverov a menová politika je potencionálne omnoho účinnejšia.

Úrokový transmisný mechanizmus – taktiež označovaný ako „tradičný keynesiánsky prístup k menovej politike“. Ako sprostredkujúce kritérium tu vystupuje dlhodobá úroková miera. Konečným cieľom tohto transmisného mechanizmu je predovšetkým investičná aktivita podnikateľského sektora, ako ovplyvňovateľa vývoja hrubého domáceho produktu. Okrem podnikateľského sektora možno dlhodobými úrokovými sadzbami regulovať aj výdaje domácnosti na tovar a služby dlhodobej spotreby. Avšak účinnosť tohto mechanizmu je priamo závislá na úrokovej citlivosti investícií. Za predpokladu zvýšenia dlhodobej úrokovej miery v ekonomike dochádza k obmedzeniu investičnej aktivity a zároveň k zníženiu tempa ekonomického rastu a z dôvodu

znižovania sa medznej efektívnosti kapitálu vzhľadom k úrokovej miere, jej zníženie by malo mať opačný efekt.

Momentálne sa aj napriek mnohým komplikáciám, ktoré regulácia menovej politiky za pomoci úrokových sadzieb nesie, je vybraným práve úrokový transmisný mechanizmus vybraný transmisný mechanizmus v Českej republike.

3.1.3 Kurzový transmisný mechanizmus

Ako posledný z transmisných mechanizmov si predstavíme kurzový transmisný mechanizmus. Pri porovnaní s predošlými mechanizmami si môžeme všimnúť viacero odlišností, z ktorých najvýraznejšia je počet sprostredkovateľských a operatívnych kritérií. V kurzovom mechanizme obe tvorí jedno a to isté kritérium, menový kurz. Aj keď menový kurz môže v istých prípadoch pôsobiť ako na menový transmisný mechanizmus, ak sú vybraným sprostredkujúcim kritériom menové agregáty tak na úrokový transmisný mechanizmus, v prípade nedostatočnej ponuky úverov alebo ich vysokej ceny, kedy môžu subjekty preferovať zdroje v cudzích menách, ani v jednom avšak menový kurz nemá natoľko silný význam ako v kurzovom.

Ako už bolo spomenuté jediným sprostredkujúcim kritériom v tomto transmisnom mechanizme je menový kurz, presnejšie nominálny menový kurz, ktorý je cenou zahraničnej meny vyjadrený v mene domácej, tvorenej pomocou ponuky a dopytu na domácich či zahraničných devízových trhoch. Takýto rozdiel znamená zbavenie sa jednej z podmienok účinnosti a to znalosti a relatívnej stability väzieb medzi kritériami. Preto sa sledujú iba zvyšné dva, schopnosť CB ovplyvniť svojimi nástrojmi vývoj menového kurzu a znalosť a relatívnu stabilitu väzieb medzi vývojom menového kurzu a vývojom cenovej hladiny.

Kurzový transmisný mechanizmus má však svoje úskalía, ktoré nám ho môžu značne komplikovať, najväčším z nich je samotný menový kurz. Problém nastáva pri odlišnostiach kurzovej politiky a riadenia naprieč odlišnými štátmi. Každý zo štátov môže mať odlišné postoje k regulácii menového kurzu. Do úvahy sa berie kvalitatívny charakter danej meny, jeho zmeniteľnosť či nezmeniteľnosť, existenciu či neexistenciu ústredného kurzu, množstvo a závažnosť zásahov centrálnej banky do menového kurzu a stanovené intervaly pásem oscilácie kurzov. Na základe týchto kritérií rozlišujem menové kurzy na:

- Pružné menové kurzy
- Nepružné menové kurzy

Pružné menové kurzy – tie môžeme rozdeliť ďalej na limitované a nelimitované menové kurzy. Limitované kurzy sa vyskytovali v časoch, keď boli meny ešte zmeniteľné a viazané na zlato, boli taktiež nazývané menové kurzy s prirodzenými limitami fluktuácie. Kurz sa vtedy mohol pohybovať iba v rámci istých limitov nazývaných prirodzené limity

zlatých bodov. Zlaté body boli vyjadrená v nákladoch na manipuláciu, balenie a poistenie zlata v prípade transportu medzi štátmi, tieto náklady predstavovali rozsah v akom sa kurz mohol pohybovať. V prítomnosti však spolu so zlatým štandardom došlo k zániku tohto systému, v niektorých štátoch ho ale nahradil kurz z umelými limitami fluktuácie. Pri kurzoch s umelými limitmi fluktuácie sú centrálnou bankou vymedzené základné úrovne limit, pričom pri ohrození prekročenia týchto limit centrálna banka môže intervenovať v podobe nákupu či predaja zahraničných mien. Menové kurzy z umelými limitmi môžu nadobudnúť podobu aj ako fixných kurzov (pegged rates), sú viazané na inú zahraničnú menu či na súbor mien. V takomto prípade limity neexistujú a centrálna banka intervenuje pri každej možnosti vychýlenia sa menového kurzu od jeho fixnej hodnoty.

Pri nelimitovaných kurzoch na rozdiel od kurzov limitovaných, neexistujú žiadne pevne určené intervaly v ktorých by sa mal menový kurz pohybovať, ak nejaké limity existujú sú prevažne iba orientačné. Napriek tomu že limity neexistujú, centrálna banka môže zasahovať do vývoja kurzu. Takýto systém nazývame riadený floating alebo systém s riadenou fluktuáciou. V prípade že centrálna banka nezasahuje vôbec hovoríme o voľnom floatingu.

Nepružné menové kurzy – daný druh kurzov nájdeme prevažne v rozvojových krajinách alebo v centrálne plánovaných krajinách. Kurzy sú v takýchto štátoch reprezentované oficiálnymi, nemennými kurzami, kurzy boli však nemenné iba navonok, aj keď sa navonok nemenia, zmeny musí krajina v rámci ekonomiky zohľadňovať. Delia sa ďalej na diferencované a korigované menové kurzy. Diferencované menové kurzy sú využívané hlavne v rozvojových krajinách ako prostriedok získavania zahraničných mien. V takýchto ekonomikách sa menové kurzy menia v závislosti od odvetvia, surovín, tovarov a služieb ako spôsob prilákania cudzej meny.

V krajinách z centrálne plánovanou ekonomikou sa prikláňali skôr ku korigovanému menovému kurzu. V centrálne plánovaných ekonomikách boli oficiálne kurzy prepočítavané na iné hodnoty a v prípade podnikateľského sektora sa rozdiely medzi zahraničnými cenami a cenami domácimi vyrovnávali pomocou nástrojov ako sú podnikové devízové fondy alebo iné devízové nástroje.

Za predpokladu že platí to, že menový kurz je ovplyvňovaný na základe vzťahu ponuky a dopytu na devízových trhoch, môže centrálna banka tento vzťah ovplyvňovať. Na strane ponuky je možné ju formovať skrz export tovaru, služieb, import dôchodkov, import transferov a import krátkodobého a dlhodobého kapitálu. V prípade dopytu zas pomocou importu tovaru a služieb, exportu dôchodkov, exportu transferov a exportu krátkodobého a dlhodobého kapitálu. Dopyt aj ponuku cudzej alebo domácej meny môže centrálna banka ovplyvňovať priamymi aj nepriamymi nástrojmi. Priamo ich môže regulovať zmenou domácej meny za cudziu a naopak. Nepriamo zas korigovaním svojich úrokových sadzieb. V takomto prípade sledujeme úrokové diferenciály naprieč krajinami a podľa nášho cieľa adekvátne úrokové mieru korigujeme. Ak je úrokový diferenciál

kladný, môžeme očakávať príliv zahraničných mien, výsledkom čoho sú tlaky na apriáciu domácej meny. Ak je úrokový diferenciál záporný pôsobí opačne.

Ďalším východiskom kurzového transmisného mechanizmu je naviazanie domácej meny na jednu alebo viac cudzích mien pomocou systému pegging. To znamená, že centrálna banka je do istej časti viazaná na vývoj menovej politiky centrálnej banky s ktorej menou je zviazaná a keďže hlavným cieľom kurzového transmisného mechanizmu je stabilizácia cenovej hladiny, vybraná mena voči ktorej sa viažeme musí byť stabilná a tempo rastu cenovej hladiny nízke.

O kurzovom transmisnom mechanizme môžeme uvažovať len v systéme fixného menového kurzu. Platí ale, že fixný menový kurz musí byť spojený iba s kurzovým mechanizmom, ale môže patriť aj medzi konečné ciele menovej politiky ostatných transmisných mechanizmov.

3.2 Nástroje monetárnej politiky

Pri vykonávaní monetárnej politiky centrálna banka môže konať priamo, používajúc svoje regulačné metódy, alebo nepriamo, pomocou jej vplyvu na peňažnom trhu ako emitent rezervných peňazí (meny v cirkulácii a vkladov s centrálnou bankou). Termín „priamy“ odkazuje na individuálnu korešpondenciu medzi nástrojom (npr. úverové stropy) a špecifickým cieľom centrálnej banky, ktorý sa snaží dosiahnuť (npr. množstvo domácich úverov). Priame nástroje operujú na základe limitácie buď cien (úrokových mier), alebo množstva úverov skrz regulácie. Nepriame metódy sa sústreďujú v prvom rade na základný dopyt a ponuku po bankových rezervách a ich úpravu.

Zvýšené využívanie nepriamych metód môže byť vnímané ako náprotivok v oblasti menovej politiky a rozširujúceho sa hnutia smerom k posilneniu cenových signálov v hospodárstve. Obe sa snažia o zvýšenie efektivity a navyše, adopcia nepriamych nástrojov sa deje v neustále viac a viac otvorenom ekonomickom prostredí, charakterizované širokosiahlou adopciou konvertibility bežných účtov a pokrokom smerom k plnej konvertibilite externých účtov. V takomto prostredí sa efektivita priamych nástrojov značne znižuje. Najbežnejšie priame nástroje monetárnej politiky sú úverové stropy, kontrola úrokových mier a riadené poskytovanie úverov (požičiavanie na príkaz autorít a nie z komerčných dôvodov). Tri hlavné nepriame nástroje sú operácie na voľnom trhu, povinné minimálne rezervy a diskontné sadzby.

3.2.1 Nepriame nástroje

3.2.1.1 Operácie na voľnom trhu

Operácie na voľnom trhu môžu byť v širšom slova zmysle definované ako nákup alebo predaj finančných inštrumentov centrálnou bankou, ako na primárnych trhoch tak aj na sekundárnych. Medzi najčastejšie využívané finančné inštrumenty používané za týmto účelom sú pokladničné poukážky centrálnych bankových účtov alebo primárne komerčné cenné papiere. Operácie na voľnom trhu vykonávané prostredníctvom pokladničných poukážok a cenných papierov sa rýchlo stali najpoužívanejším nástrojom menovej politiky. Avšak vývoj finančných trhov je komplexný proces, ktorý si vyžaduje konkurencieschopnosť finančných inštitúcií, významnú infraštruktúru a sofistikovaný právny a regulačný rámec. V prípade krajín s nedostatočne vyvinutými finančnými trhmi sa môžu operácie na voľnom trhu konať prostredníctvom intervencií centrálnych bánk na primárnych trhoch cenných papierov. Bežným prístupom je konanie pravidelných aukcií pokladničných poukážok a cenných papierov a menenie obchodovanej čistej sumy za účelom ovplyvňovania bankových rezerv. Tento nástroj sa často používa v kombinácii s inými nástrojmi – vrátane aukcií úverov centrálnej banky a zmien v povinných minimálnych rezervách – s cieľom dosiahnutia požadovanej rezervy a iba malých denných výkyvov likvidity. Zľavy a ďalšie formy bankových úverov centrálnej banky bankovému systému sa využívajú na tri účely: zmiernenie nedostatku likvidity, kontrolu menových a úverových podmienok a k selektívnemu pridelovaniu úverov.

Na lepšie pochopenie voľno trhových operácií si môžeme predstaviť na príklade: „Banka A“ v súvahe vykazuje na začiatku 460 miliónov Kč v aktívach, rozdelené medzi rezervy dlhopisy a pôžičky a na druhej strane vykazuje 400 miliónov Kč v pasívach vo forme vkladov s čistou hodnotou 60 miliónov Kč. V prípade, že by centrálna banka zakúpila dlhopisy v hodnote 20 miliónov Kč od „Banky A“, jej držba dlhopisov by sa znížila o 20 miliónov Kč a simultánne sa jej rezervy zvýšia o rovnakú sumu. Avšak „Banka A“ chce rezervy držať v rovnakej výške ako na začiatku, povedzme 40 miliónov Kč, v takomto prípade sa „Banka A“ rozhodne vypožičať týchto extra rezervných 20 miliónov Kč a následne sa jej množstvo úverov zvýši. Operácie na voľnom trhu realizované centrálnou bankou v tomto prípade spôsobili, že „Banka A“ poskytla úvery namiesto toho aby držala dané aktíva vo forme štátnych dlhopisov, čo má za príčinu rozšírenie ponuky peňazí.

3.2.1.2 Diskontné sadzby

Centrálna banka môže svoju politiku uplatňovať aj pomocou zmien v diskontných sadzbách, čím je schopná regulovať úverové možnosti bánk. Centrálna banka určí za akú úrokovú sadzbu je ochotná požičať peniaze komerčným bankám, zmeny v diskontných sadzbách majú vplyv predovšetkým na úverovú kapacitu komerčných bánk. Pri znížení

diskontnej sadzby nastáva rozšírenie úverových možností a naopak pri jej zvýšení nastáva ich obmedzenie.

Diskontné sadzby ako nástroj sa v súčasnosti dá považovať za nie veľmi účinný, z dôvodu nízkej závislosti úverov obchodných bánk od centrálnej banky, avšak niekedy môžu zmeny v diskontných sadzbách centrálnej banky dopomôcť obchodným bankám k lepšej predstave o tom, akú má centrálna banka predstavu o vývoji úrokových sadzieb a tým pádom akú má CB predstavu o ďalšom vývoji hospodárstva.

V prípade krízy alebo v prípade ak sa finančné inštitúcie v núdzi, centrálna banka môže poskytovať takzvané diskontnej pôžičky, čím na trhu reguluje množstvo peňazí a pôsobí ako veriteľ poslednej inštalácie.

3.2.1.3 Povinné minimálne rezervy

Ďalšou metódou výkonu monetárnej politiky je schopnosť centrálnych bánk zvyšovať alebo znižovať výšku povinných minimálnych rezerv. Minimálne rezervy priamo spájajú záväzky centrálnej banky a komerčných bánk, pričom banky nútia k držaniu predpísaných podielov vkladov verejnosti vo forme meny alebo vkladu v centrálnej banke, v prípade ČNB to sú v súčasnej dobe 2% z každého vklad. Tento nástroj je založený na skutočnosti, že ak je bankám povolené držanie menšieho množstva rezerv, majú väčšie množstvo peňazí ktoré môžu využiť v podobe úverov, na druhej strane ak sa minimálne rezervy zvýšia banky majú peňazí na požičiavanie menej.

Môžu byť použité ako prostriedok na sterilizáciu prebytočnej likvidity. Pokiaľ však nevyplatené povinné minimálne rezervy zodpovedajú dani, môžu viesť k takzvanému finančnému sprostredkovateľskému vylúčeniu. Okrem toho chýba povinným minimálnym rezervám flexibilita, nakoľko časté veľké zmeny v požiadavkách by boli rušivé a nákladné.

3.2.2 Priame nástroje

3.2.2.1 Pravidlá likvidity

Sú priamym nástrojom centrálnej banky, kde práve Česká národná banka stanovuje komerčným bankám, aký majú mať vzťah medzi aktívami a pasívami a záväzné väzby medzi nimi v bilanciách bánk. Ich hlavným cieľom nie je regulácia menových, úverových ani kurzových kritérií menovej politiky, ale je to predovšetkým prioritné zabezpečenie požadovaného stupňa likvidity bánk, vďaka čomu dochádza k rovnomernému rozloženiu rizík v bankovom sektore.

Centrálna banka môže bankám stanoviť napríklad pomer medzi krátkodobými devízovými aktívami a pasívami, čo má dopad na časovú štruktúru úrokových sadzieb. Potom to môže byť pomer medzi stredne dobými a dlhodobými úvermi a vkladmi, kde sa prihliada na maximálny rozdiel v absolútnej hodnote. Takýto spôsob má vplyv na rozdiely v krátkodobej úrokovej miere.

Ako najvýraznejší výsledok riadenia likvidity ako priameho nástroja monetárnej politiky sa dá považovať povinná tvorba minimálnych rezerv českých bánk, ktoré musia banky udržiavať ako určité percento z predom určených typov primárnych vkladov.

3.2.2.2 Úverové limity

Predstavujú hornú hranicu úverov, ktoré môžu svojim klientom obchodné banky ponúknuť. Sú veľmi blízko previazané s úverovým transmisným mechanizmom z dôvodu ich priamej náтуры. Všetky regulácie späté s týmto druhom nástroja sú v ich podstate a implementácii rovnaké, no môžeme nájsť pár odlišností, ktoré nám môžu pomôcť k ich odlíšeniu, napríklad v prípade rozdielnosti veriteľov môžeme odlišovať absolútne úverové stropy a relatívne úverové stropy. V prípade absolútnych úverových stropov sa jedná o úvery poskytované komerčnými bankami klientom a stanovujú maximálny rozsah úverov, ktoré klientom môžu poskytnúť. Rozsah je možné určiť podľa absolútnej výšky novo poskytnutých úverov na obdobie budúce, relatívnej zmeny novo poskytnutých úverov zrovnanými s obdobím minulým alebo pomocou pomeru kapitálu voči aktívam.

3.2.2.3 Limity úrokových sadzieb

Ako pri väčšine intervencií centrálnej banky zahrnujúce úrokové miery, aj pri tejto je potrebná úzka spolupráca centrálnej banky s komerčnými bankami, ktorej výsledkom by mala byť stabilizácia hlavne krátkodobej úrokovej miery. Deje sa v prípade stanovenia jednak maximálnych úrokových mier bánk centrálnou bankou, kde je určená maximálna úroková sadzba ktorú môžu banky od svojich klientov za úvery požadovať, alebo minimálnu úrokovú sadzbu z prijatých depozít.

Výsledkami zmien v limitách úrokových sadzieb môže byť pri ich zvýšení, pokles v dopyte bankových úverov a naopak pri ich znížení by dopyt mal stúpať. Mimo iné pohyby v limitách úrokových mier môžu zapríčiniť aj zmenu v tvorbe úspor obyvateľstva.

3.2.2.4 Povinné vklady bánk

Povinné vklady bánk sú založené na dileme istých subjektov či ukladať svoje voľné peňažné prostriedky do centrálnej banky kde si ich môžu uložiť s väčšou istotou ale nižším výnosom, alebo sa rozhodnú svoje prostriedky vložiť to rizikovejších obchodných a iných bánk z omnoho vyšším úrokom a tým pádom výnosom.

Čím ďalej sa tento nástroj menovej politiky stáva menej a menej významný, keďže Česká národná banka postupne ruší povinnosť vkladov subjektov v centrálnej banke a vzniká už spomínaná voľnosť rozhodovania subjektov medzi centrálnou bankou a ostatnými bankami.

3.2.2.5 Odporúčenia, výzvy, dohody

Centrálna banka môže ovplyvňovať smer obchodných bánk a tým pádom monetárnu politiku aj prostredníctvom dohôd, výzev alebo doporučení. Tieto nástroje sú bankám väčšinou predávané v písomnej podobe a po podpísaní sa obe strany zaväzujú k plneniu týchto dohôd. V iba verbálnych doporučení a výzev nie sú banky povinné ich dodržiavať, banky ale z veľkej časti autoritu centrálnej banky rešpektujú a nedovoľujú si nedať na jej rady. Odporúčenia, výzvy a dohody môžeme taktiež popísať ako „písomné, alebo verbálne doplnenie nástrojov menovej politiky konkretizujúce zábery centrálnej banky vo vývoji menovej oblasti bankového systému.“

4 Úrokové sadzby

Úroková miera v jej širokej definícii vyjadruje náklady úverov alebo návratnosť úspor. Ak si požičiame v banke, úrokovou sadzbou je to, čo zaplatíte za jej úver. Ak sa jedná o vklad v banke, úrok je návratnosť, ktorú z úspor získame. Ekonomicky rozlišujeme reálnu a nominálnu úrokovú sadzbu.

4.1 Nominálna vs. Reálna úroková miera

Nominálna úroková miera – sú to úrokové sadzby uvádzané explicitne v zmluvách o úvere resp. vkladu.

Reálna úroková miera – získame ju pomocou z nominálnej úrokovej sadzby pomocou jej deflácie, teda znížime o oslabenie kúpnej sily. Oslabenie reálnej hodnoty peňažnej čiastky za dané obdobie je rovné inflácii z toho obdobia.

5 Cenová stabilita

Česká národní banka vystupujúca ako centrálna banka, má za jeden z jej hlavných úloh udržiavanie cenovej stability a teda stability spotrebiteľských cien. Za stabilitu cien sa v reále nemyslí ich nemennosť, ale skôr ich mierny rast. Rast cien zodpovedajúci cenovej stabilite by mal zahŕňať štatistické vychýlenie smerom hore, ku ktorému dochádza pri meraní rastu týchto cien, a taktiež by mal dať dostatočný priestor pre malé zmeny cenových relácií, ku ktorým dochádza v každej z ekonomík s efektívnym cenovým systémom. Čo sa týka priamo ČNB, od roku 2006 nastolila za jej cieľ 3% inflačný rast s pásmom tolerancie vo výške jedného percentného bodu oboma smermi, avšak od roku 2010 sa daný cieľ zmenil z 3% na 2%.

Takéto cieľovanie inflácie Českej národnej banky bolo v tom čase napádané, nakoľko bol tento cieľ prijatý pred rokom 2010 zo zreteľom na to, že od roku 2010 by mala povinnosti menovej politiky prevziať európska centrálna banka. Keďže Česká republika na spoločnú menu (euro) v roku 2010, ani doteraz, nepristúpilo otvoril sa priestor k úvahám či je nastavenie inflačného cieľa nastavené ideálne a je odpovedajúce aj očakávanému vývoju Českej republiky a jej cenovej stability aj po roku 2010. Vo svetle zistení ako boli schopnosť Českej ekonomiky dosahovať vysokého tempa rastu aj pri nízkych inflačných mierach a miernom posilnení nominálneho kurzu Českej koruny, umiernený mzdový vývoj a vysoká produktivita práce v priemysle, nízke úrovne inflačných očakávaní účastníkov finančných trhov, sa česká národná banka rozhodla nechať inflačný cieľ medziročného nárastu indexu spotrebiteľských cien na úrovni 2%.

Udržiavanie cenovej stability je ohrome dôležitou súčasťou zdravého vývoja hospodárskeho rastu krajiny. Znalosti získané z ekonomík z celého sveta nám potvrdzujú, že vysoká a nestabilná inflácia má veľmi negatívny dopad na ekonomiku štátu.

Ak chápeme infláciu zjednodušene ako znehodnocovanie peňazí, tak je logické, že pri vysokej inflácii nastáva znehodnocovanie taktiež úspor a príjmov, čo v dôsledku znamená zvyšovanie nominálnej úrokovej sadzby a následne aj väčšiu inflačnú premenlivosť. Pri vyššej inflačnej premenlivosti sa zvyšujú jej náklady, spôsobené neistotou, ktorú pre finančné trhy prináša. Pri vyššej inflačnej premenlivosti sa pre finančné trhy zvyšuje riziko a tým pádom požadujú vyššiu rizikovú prémii ako kompenzáciu. V spomínanom prípade sa investori sústreďujú viac na krátkodobejšie finančné investície, zväčša zo špekulačným motívom, čím sa snažia voči inflácii zaistiť a menej na dlhodobé investície s dlhším horizontom návratnosti. Mimo iné má zvýšená inflácia dopad na úrokové sadzby a ich zvyšovanie má negatívny dopad na úspory subjektov, daňový systém a podporuje príliv krátkodobého rizikového kapitálu.

5.1 Devízové rezervy a intervencie ČNB

V prvom rade si vysvetlíme čo devízové rezervy a intervencie sú a neskôr sa budeme zaoberať tým ako konkrétne ich ČNB riadi.

Pod devízovými rezervami si môžeme predstaviť hlavné aktíva centrálnej banky, sú to rezervy centrálnych bánk v cudzej mene, za účelom ochrany pred nepriaznivým vývojom. Skutočnosť, že sú držané v cudzej mene im pripisuje tiež schopnosť ovplyvňovania kurzu, ako nástroja menovej politiky. Devízové rezervy sú využívané k vyrovňovaniu nesúladu medzi dopytom a ponukou po domácej mene, vznikajúci pri fixnom kurze. Naopak v prípade ekonomík s takzvaným plávajúcim kurzom je tento nesúlad vyrovňovaný samovoľne v podobe zmeny ceny meny na trhu. Čo sa týka zásahov centrálnej banky v prípade fixného režimu sú omnoho častejšie a zásadnejšie, ale nemôžeme povedať, že by sa v plávajúcom kurzovom režime nenachádzali, centrálna banka môže korigovať priebeh aj v tomto režime, zväčša za účelom zabránenia nadmerným výkyvom. Takýto režim sa tiež nazýva riadený plávajúci kurz. Metódy ktorými sa riadia oba druhy kurzov sa nazývajú intervencie.

Na rozdiel od povinných minimálnych rezerv devízové rezervy nie sú uložené v banke v podobe hotovosti, sú investované na zahraničných trhoch v podobe cudzích mien. Česká národná banka má svoje devízové rezervy uložené prevažne v eurách a amerických dolároch. Tento druh aktív sa ukladá do veľmi bezpečných aktív ako sú napríklad štátne dlhopisy, pokladničné poukážky alebo istené cenné papiere.

V priebehu rokov a od vyhlásenia samostatnosti sa kurzové režimy v Českej republike menili. Od roku 1997 Česká národná banka fungovala v riadenom plávajúcom kurzovom režime, v tomto období sa ČNB intervenciám zväčša vyhýbala, nakoľko nástroj, ktorý na cieľovanie inflácie a ako jej hlavný nástroj monetárnej politiky používa zmeny v úrokových sadzbách. Skutočnosť, že sa intervenciám vyhýbala však nezabránil tomu, že ich v roku 2013 použiť museli, a to z dôvodu dosiahnutia nulovej úrovne úrokových sadzieb. Pri takomto vývoji bolo nevyhnutné uvoľnenie menovej politiky. Táto situácia nastala z dôvodu pretrvávajúcich deflačných tlakov. ČNB nemohla využiť ako nástroj svojej menovej politiky úrokovú sadzbu a musela hľadať riešenia ako uvoľniť menovú politiku niekde inde. Nástrojov na jej uvoľnenie je niekoľko, menovite kvantitatívne a kvalitatívne uvoľňovanie.

Kvantitatívne uvoľňovanie je založené na regulácii množstva peňazí v ekonomike, za pomoci nákupu cenných papierov centrálnou bankou na finančnom trhu. Výsledkom kúpy CP je zvýšenie množstva peňazí v ekonomike, čo má za následok rast cien nakupovaných aktív, znižovanie výnosov dlhopisov, znižovanie úrokových sadzieb a vyššie ceny aktív a následný pozitívny dopad na rast cenovej hladiny.

Kvalitatívne uvoľňovanie používa ako svoj nástroj riadenia rovnako ako kvantitatívne uvoľňovanie cenné papiere ale na rozdiel od kvalitatívneho uvoľňovania nemení

množstvo CP v ekonomike ale iba ich štruktúru v rozvahe centrálnej banky. Centrálna banka v tomto prípade nakupuje rizikovejšie a menej likvidné aktíva, znižujúc cenu rizika a zvyšuje trhovú likviditu. Centrálna banka nakupuje tieto rizikovejšie aktíva od finančného sektoru, čo mu umožňuje jeho rizikovejšie aktíva preniesť na centrálnu banku a zároveň získať menej rizikové a likvidnejšie aktíva od centrálnej banky. Komerčné banky sú za takýchto podmienok schopne investovať viac a tým pádom poskytovať viac úverov.

Okrem kvalitatívneho a kvantitatívneho uvoľňovania existujú aj mimoriadne nástroje monetárnej politiky ako sú napríklad prijatie záväzku dlhodobo nízkych úrokových sadzieb alebo devízové intervencie. V roku 2013 boli použité práve takéto intervencie. Česká národná banka pristúpila v roku 2013 k zámernému oslabeniu kurzu voči euru. Novo nastolený fixný kurz bol určený na úroveň 27 CZK/EUR, čím sa kurz voči euru oslabil o 5 – 7 %. V roku 2017 bol tento intervenčný režim oslabovania koruny zrušený a bol opäť nastolený riadený plávajúci režim.

5.2 Inflácia

Ako pojem je inflácia známa pomerne dobre a vo väčšine prípadov by aj neekonomicky vzdelaný človek vedel na otázku čo to vlastne je odpovedať pomerne úspešne. Je to pravdepodobne dané rozsahom v akom tento jav ovplyvňuje životy jedincov v ekonomike a zväčša sú dané zmeny vnímané ako zmeny k horšiemu. Najjednoduchšie je infláciu popísať ako znehodnocovanie meny, či zvyšovanie cien v ekonomike a oslabovanie kúpnej sily meny voči tovaru a službám. V princípe musí spotrebiteľ za rovnaký nákup tovaru a služieb vymeniť väčšie množstvo meny. Avšak nie všetky okolnosti ovplyvňujúce vývoj cien v ekonomike sú ovplyvniteľné centrálnou bankou. Existujú prípady, v ktorých môžu byť takéto vplyvy obzvlášť silné. Medzi spomínané prípady môžeme zaradiť výkyvy v cenách ropy, zemného plynu či vo výške poľnohospodárskej výroby. Na druhej strane infláciu, ktorej smer môžeme regulovať sa nazýva menovo-politickou infláciou. Menovo-politická inflácia je očistená o dopady zmien nepriamych daní.

Cenová stabilita ako výstup menovej politiky je absolútnym vrcholom jej práce. Cenová stabilita, ako vychádza z názvu, je prepojená zo spotrebiteľskými cenami veľmi tesne, čo nás privádza k menovo-politickým režimom, ktoré môže centrálna banka na zabezpečenie spomínanej cenovej stability použiť, konkrétnejšie k jednému z nich, cieľovaniu inflácie. V prípade Českej republiky, ČNB k cieľovaniu inflácie ako jej vybranému režimu pristúpila už v roku 1998.

Cieľovanie inflácie je verejné vyhlásenie inflačného cieľa, či postupnosti cieľov, o ktorých plnenie sa bude ČNB skrz jej monetárnu politiku usilovať. Dá sa povedať že centrálna banka s predstihom tvorí očakávania o budúcom vývoji inflácie a snaží sa

všetkými jej disponujúcimi nástrojmi toto očakávanie splniť. Cieľovanie inflácie je v jej výsledku jednoduché a ľahko pochopiteľné, problém nastáva až v procese jeho určovania a plnenia, nakoľko rozhodovanie v takomto menovo-politickom režime závisí na množstve neustále sa meniacich súčastiach ekonomiky, ako napríklad menový kurz, peňažné agregáty, trh práce, dovozné ceny a ceny výrobcov, medzery výstupov, nominálne a reálne úrokové miery.

Tabuľka 1 – Inflačné ciele ČNB v čistej inflácii (1998-2005)

<u>pre rok</u>	<u>ve výške</u>	<u>plnenie k mesiacu</u>	<u>stanovený</u>
1998	5,5 – 6,5 %	December 1998	December 1997
1999	4 – 5 %	December 1999	November 1998
2000	3,5 – 5,5 %	December 2000	December 1997
2001	2 – 4 %	December 2001	<u>Apríl 2000</u>
2005	1 – 3 %	December 2005	<u>Apríl 1999</u>

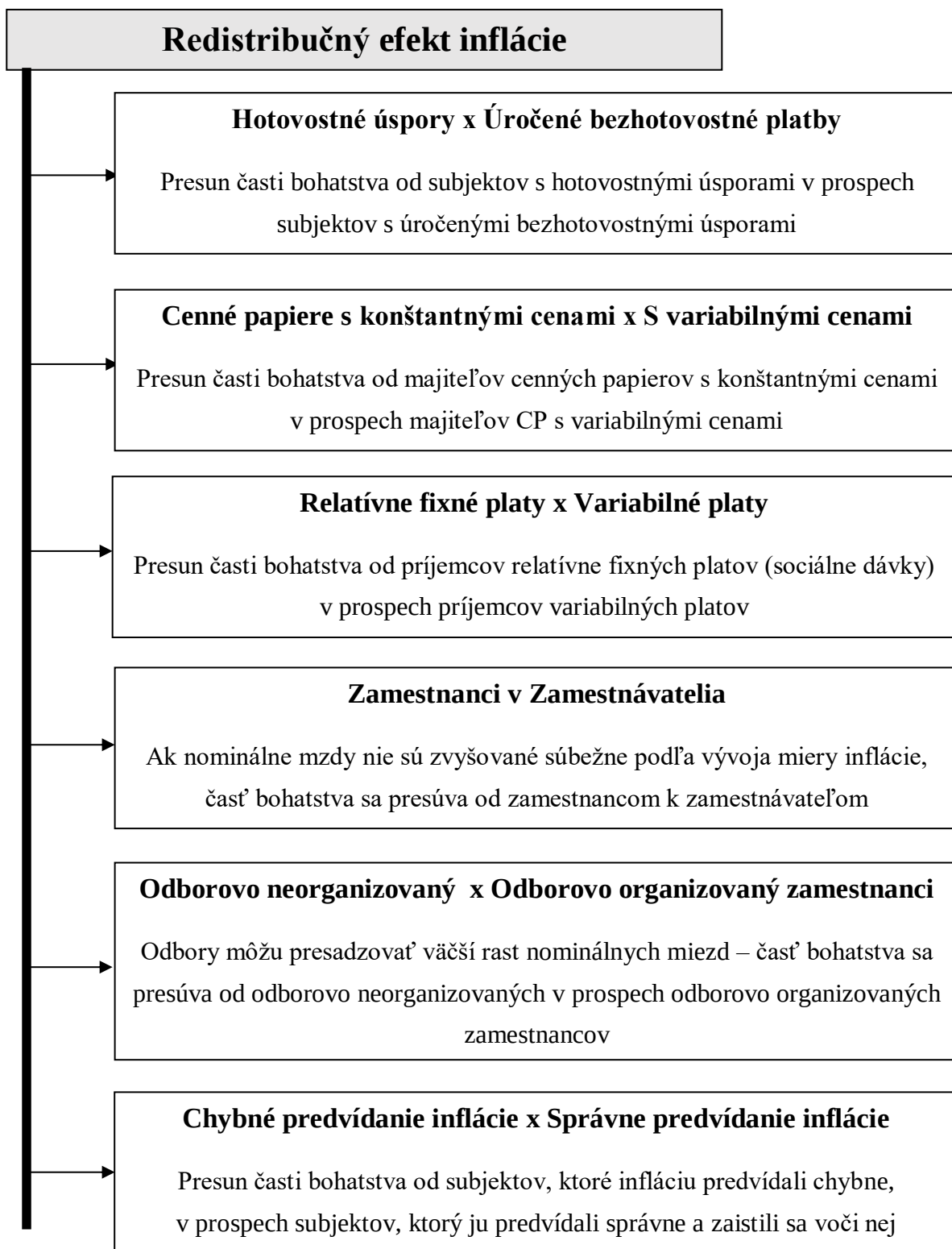
Zdroj: CNB.cz

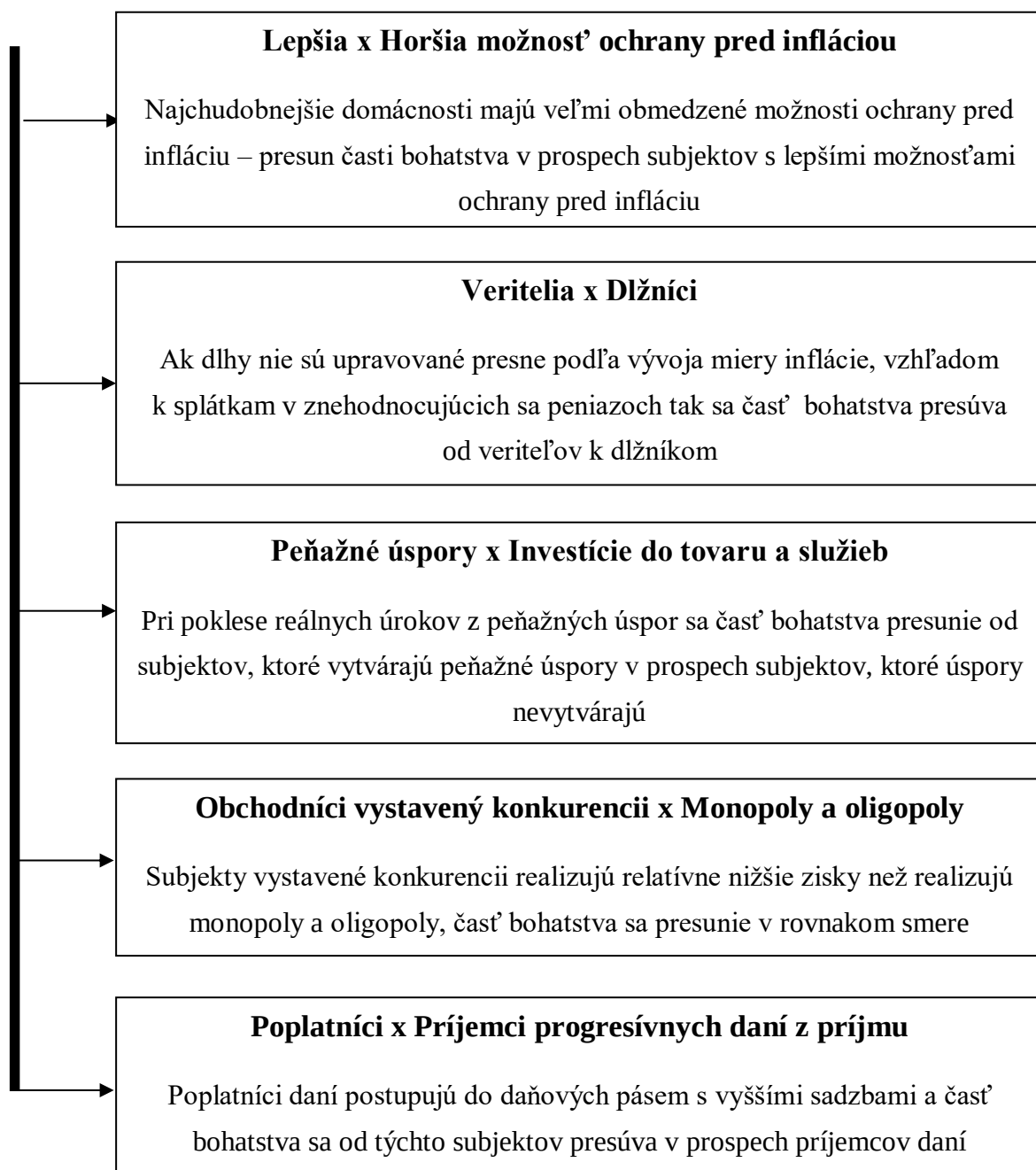
Na obrázku je možno vidieť ako sa inflačný cieľ Českej národnej banky od roku 1998 menil. Je zreteľná snaha Českej republiky znižovať inflačnú mieru, čo sa jej darí a v súčasnosti, kedy sa inflačná miera pohybuje okolo 2%.

Aj keď je vo väčšine prípadov inflácia ako taká subjektami vnímaná za nežiadúci efekt, pravdou je, že odpoveď na to či inflácia je alebo nie je zlá je omnoho zložitejšia. Samozrejme pri príliš vysokých a fluktuujúcich hodnotách inflácie môžeme jednoznačne konštatovať jej škodlivosť a ekonomickú nežiadúcosť. Ekonomika s takýmto vývojom inflácie vytvára u subjektov neistotu a následne sú majitelia peňažných prostriedkov nútený k zameraniu sa na krátkodobejšie projekty, pričom ekonomický rast je založený predovšetkým na dlhodobých investíciách. Príliš vysoká inflácia ma za následok taktiež pokrivenie skutočnej hodnoty záväzkov dlžníkov voči veriteľom, deformuje daňový systém, znehodnocuje úspory, má za príčinu kolísanie úrokových sadzieb a z toho vyplývajúce výkyvy v prílive a odlive krátkodobého, rizikového kapitálu vedúcemu ku kolísaniu menového kurzu. V súvislosti s nepriaznivým efektom inflácie je potrebné spomenúť aj efekt, často spájaný práve z jej negatívnymi prejavmi, nazývaný redistribučný efekt inflácie. Môžeme ho popísať ako presun časti bohatstva od istých skupín ekonomických subjektov v prospech iných subjektov. V princípe dochádza iba k zmene štruktúry a distribúcii bohatstva čo nemusí zniet až tak zle, problém nastáva až

pri pohľade na to v prospech akých skupín je bohatstvo redistribuované. Jednoznačným negatívom takejto redistribúcie je jej zjavná neefektívnosť a istá úroveň nespravodlivosti rozdelenia. Medzi základné smery redistribúcie bohatstva sú napríklad:

Obrázok 4 – Redistribučný efekt inflácie





Zdroj: Revenda (2015)

Vo vyššie zobrazenej tabuľke môžeme vidieť základné smery redistribúcie inflácie a ich dopady v rámci ekonomiky. Z tabuľky je možné spozorovať aj to, že nie všetky subjekty musia byť nutne protiinflačne orientované, napríklad pri progresívnom zdanení príjmov

a príjmov z úrokov a podobne štát realizuje vyššie daňové príjmy, vďaka väčšej ochote dlžníkov sa zadlžovať hlbšie.

Ako sme už spomínali inflácia nemusí mať iba nepriaznivé účinky, dokonca môže byť v niektorých prípadoch aj žiadaná. Takýto stav nastáva jedine za predpokladu, že je inflácia iba mierna a to do výšky približne 5%. V takomto prípade môžu byť negatíva, ktoré inflácia zo sebou prináša prevýšené jej pozitívami. Hlavne v prípade keď vedie k vyššiemu tempu ekonomického rastu, než by bolo pri inflácii nulovej. Avšak ani toto pozitívum nemusí byť vždy prospešné v dlhodobejšom časovom horizonte, nakoľko sa spomínaná politika ekonomického rastu za pomoci inflácie môže štátu vypomstiť v podobe následného zvyšovania inflácie, spomalenia ekonomického rastu a dokonca k poklesu životnej úrovne.

5.3 Hrubý domáci produkt

Hrubým domácim produktom sa rozumie konečná hodnota tovaru a služieb vyprodukovaných v rámci geograficky vymedzenom priestore počas stanoveného časového obdobia, zvyčajne za rok. Existujú tri metódy jeho merania, presnejšie:

Dôchodková metóda – dôchodkovou metódou sa HDP počíta ako súčet národného dôchodku, ktorý je predstavovaný súčtom príjmov dôchodkov domácností, amortizácie a nepriamych daní.

Výdajová metóda – ďalšou možnosťou určenia HDP je skrz vyčíslenie výdajov jednotlivých sektorov na nákup finálnych výrobkov a služieb. Touto metódou sa agregujú spotrebné a investičné výdaje, čo nám umožní zistiť celkové domáce výdaje v bežných cenách.

Produkčná metóda – počíta sa ako súčet všetkých finálnych výrobkov a služieb, ktoré boli za určité obdobie vyrobené a poskytnuté a území daného štátu. Táto metóda ale naráža na problém, ktorým je neschopnosť určenia toho, či sa jedná o konečný statok alebo iba o medziprodukt. Preto sa pri použití produkčnej metódy počíta súčet pridaných hodnôt každej výrobnjej etapy zo všetkých odvetví.

HDP môže byť použitý ako indikátor výkonu ekonomiky štátu, presnejšie jeho miera rastu. Tá nám z veľkej časti poslúži ako nástroj pri rozbere makroekonomického vývoja Českej republiky v praktickej časti.

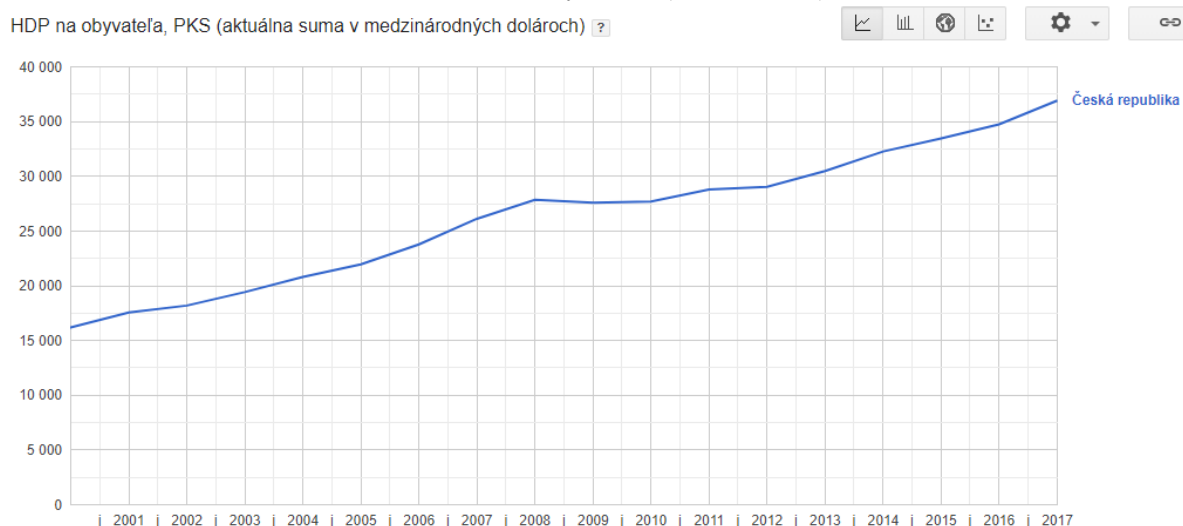
6 Praktická časť

V praktickej časti sa budeme zaoberať najprv všeobecnému vývoju českého hospodárstva a jeho rekonvalescencii po hospodárskej kríze z roku 2008, aké opatrenia Česká národná banka realizovala, ako účinné dané opatrenia boli a ako sa jej podarilo dosiahnuť následného hospodárskeho rastu. Budeme sledovať hlavne vývoj hrubého domáceho produktu medzi rokmi 2008 a 2017. V ďalších dvoch kapitolách sa pozrieme na priebeh vývoja investícií a hypotekárnych úverov v Českej republike, aký dopad mali na podnikateľskú sféru v ČR a akú zásluhu na nich mala menová politika ČNB.

6.1 Makroekonomický vývoj hospodárstva ČR od roku 2008

Na to, aby sme si dokázali predstaviť aký dopad mala kríza z roku 2008 na vývoj českého hospodárstva, musíme sa prv pozrieť na obdobia pred jej vypuknutím a získať tak lepšiu predstavu o zmenách, ktoré nastali jej dôsledkom. Na dole zobrazenom grafe môžeme vidieť vývoj HDP na obyvateľa v rozmedzí rokov od 2001 do 2017. Ako si môžeme všimnúť relatívne prudkému rastu medzi rokmi 2001 a 2008 nadchádzal nie pokles HDP ale jeho stagnácia, ktorá trvala niečo vyše dvoch rokov až do roku 2010, kde hrubý domáci produkt začal opäťovne rásť.

Graf 1- HDP ČR na obyvateľa (2001 – 2017)



Zdroj: Medzinárodná banka pre obnovu a rozvoj

Avšak aj napriek tomu, že môžeme vo výške HDP na obyvateľa pozorovať jednoznačný vplyv hospodárskej krízy na ekonomiku Českej republiky, bude našim hlavným objektom

pozorovania miera rastu HDP. Zmeny v miere rastu HDP sú omnoho drastickéjšie, ako možno vidieť na grafe dole. Aj keď začiatok hospodárskej krízy sa datuje už do roku 2007, môžeme vidieť, že sa na českom území prejavila až o niečo neskôr z jej vrcholom v roku 2009, kedy bola miera rastu HDP na historickom minime, na úrovni -4,1%. V období pred rokom 2007 sa česká ekonomika prezentovala prudkým rastom hrubého domáceho produktu. Medzi rokmi 2004 až 2007 rástol HDP medziročne v priemere až o 5,9%.

Tento rast môžeme z veľkej časti pripísať vstupu Českej republiky do európskej únie v roku 2004. Ako jeden z priamych dôsledkov zvýšenia HDP pristúpením ČR do európskej únie bolo širšie zapojenie do medzinárodnej zmeny tovaru a služieb. Otvorením sa nových trhov sa zvýšilo ako množstvo importu tak aj exportu ČR. S porovnaním z minulým obdobím celkový vývoz vzrástol o +20,9% čo dokonca presiahlo dovoz, ktorého zmena sa rovnala iba +18,5%. Tento vývoj prispel k zlepšeniu salda obchodu tovaru a služieb. Kladná medziročná zmena salda, 46,3 mld. Kč v bežných cenách, zvrátila dovtedy negatívny príspevok zahraničného obchodu k rastu HDP na vplyv pozitívny. Zvyšovaním dopytu sa taktiež zvýšila investičná aktivita ekonomických subjektov a domácností, ktorá sa premietla do výšky tvorby hrubého fixného kapitálu a to o +9,1%.

Podobný trend pretrvával až do roku 2008, kedy ekonomický rast z minulých rokov začal klesať. Hrubý domáci produkt stále rástol, no medziročne iba o +3,5%, čo je v porovnaní z minulým rokom o 3,3% menej. Pokles rastu reálneho HDP v roku 2008 možno pripísať vstupu českej ekonomiky do zostupnej fázy hospodárskeho cyklu, z dôvodu prepuknutia globálnej finančnej krízy. Aj keď sa hospodárska kríza v roku 2008 ešte naplno neprejavila, celosvetovo vyvolala značný pokles dopytu po tovare a službách, čo sa vo výrazne exportne orientovanej Českej republike jasne prejavilo. K problémom zo znížením odbytu prispel aj opatrnejší prístup komerčných bánk k poskytovaniu úverových produktov podnikateľskej sfére a obyvateľstvu. Naplno sa hospodárska kríza v Českej republike prejavila až v roku 2009, kedy mal hrubý domáci produkt očistený o cenové, sezónne a kalendárne vplyvy, po dlhej dobe zápornú hodnotu. Oproti roku 2008 klesol o až 4,3%. Pokles HDP sprevádzal aj pokles zamestnanosti v priemere o 1,3%. Nezamestnanosť rástla aj v nasledujúcich obdobiach, medziročne celková zamestnanosť klesla na začiatku roka 2010 o ďalších 2,1%. Rok 2010 bol špecifikovaný naštartovaním nového rastu HDP v ČR. V medziročnom zrovnaní bol hrubý domáci produkt vyšší o 2,2%. Výrazne odlišný bol pritom vývoj oboch základných zložiek jeho tvorby – zatiaľ čo hrubá pridaná hodnota vzrástla o 3,1%, dane z produktov poklesli o 4,8%.

Rast ekonomiky zaistilo hlavne odvetvie spracovateľského priemyslu. Postupné obnovovanie zahraničnej konjunktúry a s tým súvisiaceho dopytu poskytlo priestor exportne orientovaným odvetviám a tie ich dokázali využiť. To platí najmä o výrobe dopravných prostriedkov, strojárstve a elektrotechnickom priemysle. Nadpriemerné výsledky dosiahlo aj odvetvie tržných služieb a obchodu. Naopak zníženie tvorby hrubej pridanej hodnoty postihlo v dôsledku poklesu objemu zákaziek stavebníctvo a v druhej

polovici roku tiež poľnohospodárstvo. Na veľkosť jednotlivých zložiek dopytu po výrobkoch a službách pôsobilo v priebehu minulého roka mnoho sčasti neopakovateľných vplyvov. Výdaje domácností, vládnych a neziskových inštitúcií na konečnú spotrebu sa v ročnom súhrne zvýšili iba o 0,4%, aj tak ale v druhej polovici roku postupne klesali. Podstatný vplyv na to pravdepodobne mal objem finančných prostriedkov, ktoré mali domácnosti a vládne inštitúcie k dispozícii. Ani tvorba fixného kapitálu nepôsobila prorastovo, medziročne sa totiž znížila o 4,6%. Rozhodujúci vplyv tu mal pokles investičnej aktivity, a to ako do nehnuteľných tak do hnutelných fixných aktív. Pokles bol však kompenzovaný rastom zásob, takže celková tvorba hrubého kapitálu bola o 4,2% vyššia než v roku 2009. Dynamicky rástol aj obrat zahraničného obchodu, vývoz aj dovoz výrobkov a služieb vzrástol rovnako o 17,6 %.

V roku 2010 rástlo HDP v bežných cenách o 1,1% a rovnakou hodnotou klesol aj implicitný deflátor, zapríčinil to predovšetkým vývoj zmenných relácií. Ku koncu roku 2010 sa podarilo medziročne zamestnanosť zvýšiť iba o 0,1%. K spomínanému znovu naštartovaniu ekonomiky dopomohla aj menová politika ČNB, ktorá musela promptne reagovať na zmeny v globálnom prostredí. Nakoľko je ČR silno otvorená ekonomika a jej vývozný kanál je veľmi silný. ČNB musela odpovedať na otázky ako bol pokles zahraničného dopytu, pokles produkcie, pokles zamestnanosti, zvýšenie volatility kurzu, nárastu rizikovej prémie štátu, a zvýšenie neochoty inštitúcií si vzájomne požičiavať z dôvodu zvýšenia rizikovej prirážky k úrokovým sadzbám na medzibankovom trhu a klientskych úverov (pád Lehman Brothers).

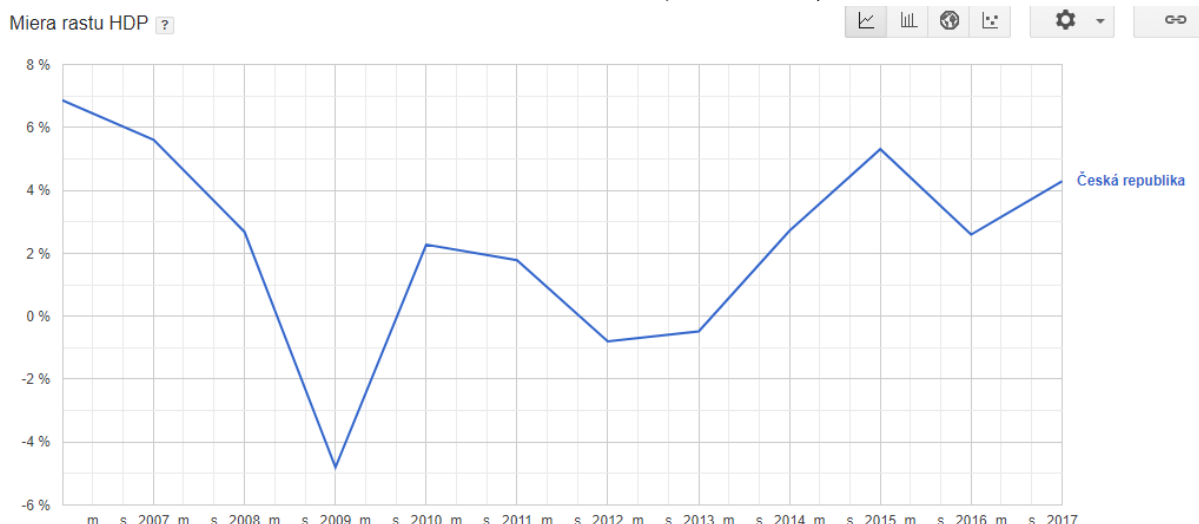
Česká národná banka odpovedala na spomínané otázky v prípade likvidity zavedením dodávacej facility (banky majú možnosť čerpať od ČNB likviditu na 2 týždne alebo 3 mesiace), poskytla možnosť použiť vládne dlhopisy ako kolaterál pri týchto operáciách, ako cestu k zvýšeniu likvidity. Výsledkom týchto opatrení bolo ale iba mierne zlepšenie likvidity. Ďalším z opatrení bolo zlepšenie monitoringu pomocou denného zberu dát, ad hoc získanie informácií o držaní toxických aktív a informácie zo všetkých častí finančných skupín, tieto zmeny pomohli k lepšej a pohotovejšej informovanosti ČNB. Snaha o tlmenie hospodárskej krízy zo strany Českej národnej banky bola realizovaná jej menovou politikou. ČNB reagovala uvoľnením menovej politiky pomocou úrokových mier a ich viacpočetným znižovaním. Prvý krát ČNB úrokovú mieru znížila 7.11.2008 o 0,75% na historické minimum, potom 18.12.2008 o 0,50% a naposledy 11.5.2009 o 0,25%. Vzhľadom ale k rýchlej depriácii koruny v Januári a Februári sa priestor pre prípadné ďalšie znižovanie výrazne obmedzil. Jednou z výhod Českej ekonomiky v dobe krízy bol jej plávajúci menový kurz, ktorý sa stal významným prispôbovacím mechanizmom. Jeho znehodnotenie v druhej polovici roku 2008 a na začiatku roku 2009 podporilo konkurencieschopnosť výrobcov a vývozcov a zároveň pomáhalo tlmiť deflačné tlaky dopytu.

Obdobie medzi rokmi 2011 a 2017 môžeme nazvať obdobím mierneho rastu, s menším poklesom HDP v rokoch 2012 a 2013. Rok 2011 nadviazal na ožiovanie Českej ekonomiky z predošlého obdobia, vyznamenané ďalším miernym nárastom

v zamestnanosti o 0,3%. Potvrďovala sa skutočnosť, že spracovateľský priemysel bol ťahúňom ekonomiky, ktorý aj napriek miernej strate tempa dokázal svojim medziročným rastom o 9,8% eliminovať významnejšie odvetvové poklesy v stavebníctve, informačných, administratívnych, profesných, vedeckých a technických činnostiach. Z objemovo významných zložiek dopytu klesli výdaje domácnosti na konečnú spotrebu o 0,5%, vládnych inštitúcií o 1,4% a tvorba fixného kapitálu o 1,2%. V porovnaní s predošlým rokom bol nižší aj prírastok zásob. Ekonomický rast preto zaistil zahraničný obchod, nakoľko vývoz vzrástol o 11% a dovoz iba o 7,5%. Úhrnná cenová hladina sa medziročne znížila o 0,7%. Dôvodom bolo značné zhoršenie zmenných relácií v zahraničnom obchode ovplyvneným cenou komodít, ktoré prevážilo nad rastom domácich, najmä maloobchodných cien. Spomínané prehlbovanie recesie v rokoch 2012 o 1,2% a 2013 o 0,9% bolo zapríčinené z prevažnej časti klesajúcim domácim dopytom ako domácností po tovare a službách pre konečnú spotrebu tak investorov po fixnom kapitále. Tvorba hrubého fixného kapitálu bola v roku 2012 medziročne nižšia o 1,6%, spôsobil to hlavne pokles investícií do dopravných prostriedkov a budov. Zahraničný obchod tieto roky nebol schopný, aj napriek zvyšujúcemu sa aktívnemu saldu, vývoj domácej meny kompenzovať. Cenová hladina sa medziročne zvýšila o 1,3%. Avšak k pozitívam môžeme zaradiť ďalší kladný vývoj nezamestnanosti, ktorá klesla v priemere o 0,4%.

Po tomto miernom poklese nasleduje znova obdobie revitalizácie českého hospodárstva, ktoré vyvrcholilo v roku 2015. V roku 2014 ekonomika vzrástla najviac za tri roky, výška hrubého domáceho produktu tak zostala iba 0,3% pod úrovňou 3. štvrtroku 2011, po ktorom České hospodárstvo postupne skĺzlo späť do recesie. Dopomohlo k tomu pozitívny vývoj zahraničného a domáceho dopytu. V období do roku 2017 rástla celková tvorba hrubého kapitálu o 2,5%. Pokles výrobných zásob a zásob tovaru bol kompenzovaný rastom fixného kapitálu, ten vzrástol v priemere až o 5,2%. Zvýšené investície smerovali do dopravných prostriedkov, strojného vybavenia, budov a stavieb s výnimkou bytov. Ako už v minulosti hlavným pilierom rastu ekonomiky bol zas zahraničný obchod, ktorého vývoz a dovoz sa v roku 2014 medziročne zvýšil zhodne o 10,5%. Trend zvyšovania zamestnanosti pokračoval naprieč všetkými rokmi.

Graf 2 – Miera rastu HDP ČR (2007 – 2017)



Zdroj: medzinárodná banka pre obnovu a rozvoj

Po roku 2010 Česká národní banka pokračovala v snahe o znovu naštartovanie ekonomiky. Koncom roku 2012 sa rozhodla znova uvoľniť menové podmienky skrz oslabenie koruny. Znížila 2T repo sadzbu na 0,05%, nakoľko ďalšie uvoľnenie menových podmienok cestou zníženia úrokových sadzieb už nebolo možné a zastavila predaje výnosov zo svojich devízových služieb. V roku 2013 sa ČNB spoliehala prevažne na slovné intervencie s cieľom oslabiť korunu. V období 1 roku viedli k pomerne stabilnému kurzu, avšak nemali dlhodobejší charakter a postupom času ich účinnosť klesala. V rovnakom roku začala centrálna banka s taktikou nazývanou forward guidance, ktorou naznačovala budúce smerovanie svojej politiky, zo snahou o ovplyvnenie finančných trhov a tržných hráčov a urýchlenie, oživenie a rast inflácie.

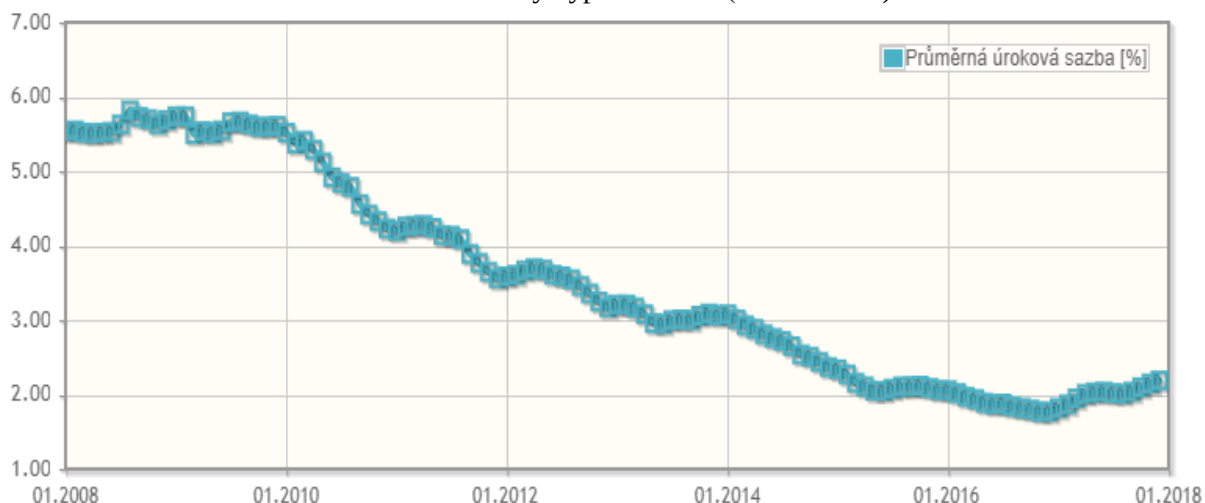
Ďalšou odpoveďou ČNB na nepriaznivý vývoj hospodárstva republiky v roku 2013 bolo vyhlásenie kurzového záväzku, ktorým sa zaväzovala k nepripusteniu posilnenia koruny pod 27 CZK/EUR, na druhú stranu ale na slabšej strane záväzku sa bude koruna môcť voľne pohybovať. Cieľom takéhoto rozhodnutia bolo ďalšie uvoľnenie menovej politiky v situácii nulovej medze úrokových sadzieb, ochrana pred deflačnými tlakmi, snaha o oživenie ekonomiky a rýchlejšie dosiahnutie inflačného cieľa. Tento záväzok bol z dôvodu konštantného deflačného tlaku niekoľko krát predĺžený. Jeho posledné predĺženie trvalo do konca prvého kvartálu roku 2017. Počas trvania kurzového záväzku ČNB niekoľko krát intervenovala s cieľom o jeho udržanie, najmä nákupom cudzej meny (eura) za koruny. Oslabenie koruny prispelo medzi rokmi 2014 až 2016 k ekonomickému oživeniu a postupnému rastu inflácie. Kurzový záväzok bol ukončený 6. marca 2017 z dôvodu splnenia podmienky udržateľného plnenia inflačného cieľa a straty jeho nutnosti pri zabezpečovaní cenovej hladiny. Ukončenie kurzového záväzku bolo prvým krokom k normalizácii menovej politiky a opätovnému využívaniu úrokových sadzieb ako hlavného nástroja. Ďalšie faktory ktoré k oživeniu napomohli boli mimo kurzový

záväzok aj rast dopytu zo zahraničia a ukončenie reštriktívneho pôsobenia fiškálnej politiky. Po zrušení kurzového záväzku sa Česká republika vrátila k riadenému plávajúcemu systému, čo malo za následok posilňovanie koruny až do začiatku roku 2018. Práve uvedené zásahy ČNB do hospodárstva Českej republiky mali značný vplyv na vyššie spomenutý makroekonomický vývoj v krajine medzi rokmi 2010 – 2017.

6.2 Vývoj hypotekárnej úrokovej miery v rokoch 2008 - 2017

Ako prvú úrokovú sadzbu ktorá formovala v obdobiach 2008 – 2017 vývoj podnikateľskej sféry v Českej republike si popíšeme sadzbu hypotekárnu. Aj keď sa dá povedať, že táto úroková miera mala skôr väčší dopad na vývoj domácností, nedá sa vylúčiť jej váha v podnikateľskom rozhodovaní.

Graf 3 – Úrokové sadzby hypoték v ČR (2008 – 2018)



Zdroj: Hypoindex.cz

Na vyššie zobrazenom grafe môžeme vidieť priebeh vývoja hypotekárnych úrokových mier od roku 2008. Vývoj úrokových sadzieb rastie a padá s finančnou stabilitou a zásahmi centrálnej banky, preto najvyššie hodnoty úrokových mier v sledovanom období boli práve počas hospodárskej krízy z roku 2008, hypotéky boli v tomto roku najdrahšími za posledných 15 rokov, v ich vrchole dosahovali výšky až 5,82%. Veľkú zásluhu na tom mal pád jednej z najstarších na najväčších investičných bánk – Lehman Brothers. Aj keď sa české banky nevyznaменávali „toxickou aktivitou“, ako sú zlé hypotéky a iné nedobytné aktíva, ich matky často áno. V takomto prostredí si banky medzi sebou prestali veriť a prestali si navzájom požičiavať, vyschli tak zdroje pre pôžičky klientom. Ako prvý pocítili nedostatok peňazí developeri, ktorých podnikanie je životne závislé na úveroch. Pri vysychaní prísunu úverov sa začali uchýľovať k znižovaniu cien. Samozrejme, len v akcii, plošné zníženie si nemôžu dovoliť. Ku koncu roku však akcií pribúdalo. Prirodzene tak začal na zmeny reagovať aj trh nehnuteľností

nie len na strane developerov ale aj na realitnom trhu. Ceny klesali pomalšie ako dopyt, čo sa stalo osudným niektorým realitným kanceláriám, ktoré neboli schopné z nižších obrátov financovať ich prevádzku. Klesajúce ceny nehnuteľnosti ale nemusia znamenať dobré správy ani pre kupujúcich. Pokles dopytu je daný dvoma základnými faktormi – očakávaným poklesom cien nehnuteľností a sťaženým prístupom k hypotékam. A tak ľudia, ktorý by ešte v predošlom roku získali hypotéku na omnoho drahšie nehnuteľnosti si teraz nemusia dovoliť hypotéku ani na lacnejšie nehnuteľnosti.

Banky zároveň začali s omnoho opatrnejším prístupom poskytovania hypotekárnych úverov. Obmedzili rizikovejšie typy hypoték, čo znamenalo, že zisk hypoték na 100% odhadovanej ceny nehnuteľností sa stával čím viac tým obtiažnejším. V čase medzi 15 Septembrom 2008 a 4. Novembrom 2008 dokonca došlo ku zmene sadzobníkov štandardných hypoték poskytovaných maximálne do 85% zástavnej hodnoty nehnuteľností. Jedná sa o takzvané prime-rate sadzby, teda najnižšie možné sadzby, ktoré môže klient od banky získať. V praxi na tieto sadzby dosiahne iba minimum klientov a pri vybavovaní úverov je potrebné počítať s vyššou úrokovou mierou. Nasledujúca tabuľka prináša prehľad zmien, k akým došlo v sadzobníkoch hypotekárnych bánk v spomínanom období. Z tabuľky je zrejmé, že k najväčšiemu navýšeniu sadzieb došlo pri hypotékach s jednoročnou fixačnou dobou.

Tabuľka 2 – Porovnanie výšky úrokových sadzieb tzv. 85% hypoték

Banka		1leté fixační období			3leté fixační období			5leté fixační období		
		k 15/9/08	nyní	rozdíl	k 15/9/08	nyní	rozdíl	k 15/9/08	nyní	rozdíl
LBBW Bank	od	4,95%	5,64%	0,69%	4,94%	4,85%	-0,09%	5,02%	4,84%	-0,18%
Citibank	od	5,29%	5,29%	0,00%	5,29%	5,29%	0,00%	5,29%	5,29%	0,00%
Česká pojišťovna	cca	5,54%	5,94%	0,40%	5,54%	5,74%	0,20%	5,54%	5,74%	0,20%
Česká spořitelna	od	5,29%	5,29%	0,00%	5,19%	5,19%	0,00%	5,19%	5,19%	0,00%
ČSOB	od	5,29%	5,69%	0,40%	5,29%	5,49%	0,20%	5,29%	5,49%	0,20%
GE Money Bank	gar.	5,65%	5,75%	0,10%	5,55%	5,65%	0,10%	5,55%	5,65%	0,10%
Hypoteční banka	od	5,29%	5,69%	0,40%	5,29%	5,49%	0,20%	5,29%	5,49%	0,20%
Komerční banka	od	4,99%	5,59%	0,60%	4,99%	5,59%	0,60%	4,99%	5,59%	0,60%
mBank	gar.*	5,39%	6,33%	0,94%	5,43%	5,73%	0,30%	5,45%	5,75%	0,30%
Raiffeisenbank	od	5,54%	5,74%	0,20%	5,54%	5,54%	0,00%	5,54%	6,29%	0,75%
UniCredit Bank	od	4,77%	5,61%	1,22%	4,93%	5,62%	0,69%	4,99%	5,66%	0,67%
Volksbank	od	5,29%	5,29%	0,00%	5,29%	5,29%	0,00%	5,29%	5,39%	0,10%
Wüstenrot hypoteční banka	gar.**	5,54%	5,54%	0,00%	5,54%	5,54%	0,00%	5,34%	5,34%	0,00%

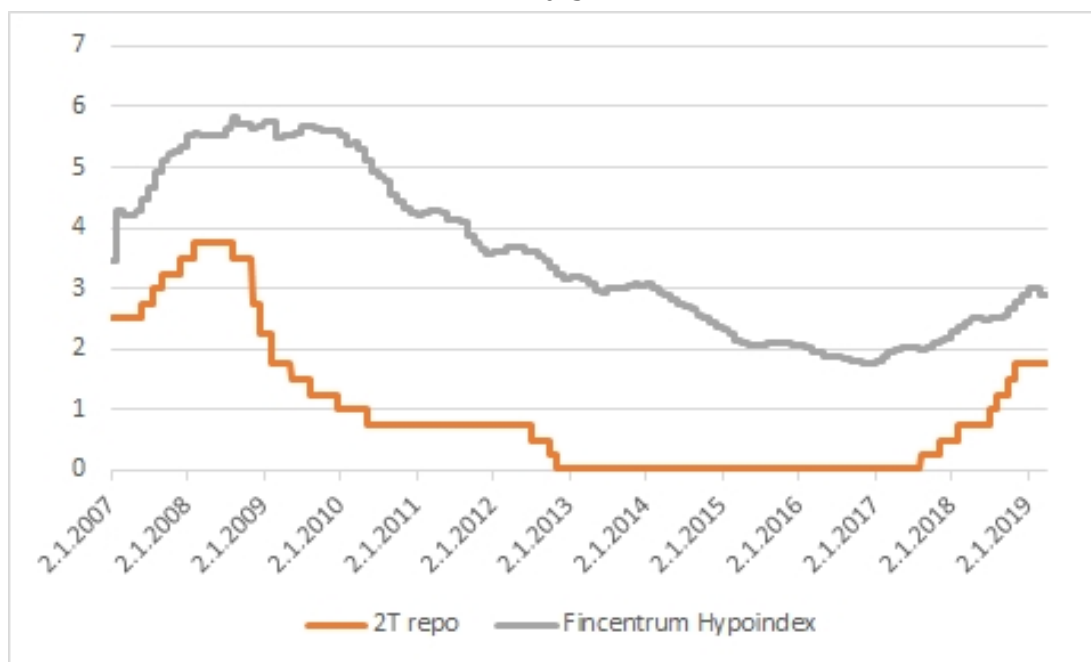
Zdroj: verejne dostupné materiály hypotekárnych bánk

Ako sme už spomínali zisk 100% hypoték sa stal ťažším, z dôvodu sprísňovania kritérií pre poskytovanie potencionálne rizikovejších hypoték. Boli kladené vyššie nároky na

bonitu žiadateľov o úvery, preto sú banky stále menej a menej ochotné poskytovať tzv. 100% hypotéky, niektoré banky ako GE Money Bank dokonca úplne prestali takéto hypotéky poskytovať. V bankách, ktoré tieto hypotéky poskytovať neprestali sa zmeny prejavili v zvýšení úrokových sadzieb. Rok 2008 bol charakterizovaný zvyšujúcou sa hypotekárnou úrokovou mierou. Obchodné banky sa preto zvyšujúce miery snažili kontrovať zameraním sa na isté produkty z ich portfólií, jedným z nich boli aj hypotéky s 5 ročnou fixáciou, ktorých úrokové sadzby klesali. Tieto hypotéky tvorili až 61% všetkých poskytnutých hypoték.

Banky sa taktiež snažili o zisk dlhodobých klientov skrz zvýhodnenie fixácií (nižšie úrokové miery, spracovanie hypoték bez poplatkov apod.) V priebehu roka dochádzalo k fluktuáciám úrokových mier dôsledkom zmien v účeloch financovania, ktoré z dôvodu otepľovania vzrástlo hlavne v oblasti financovania výstavby. Zaujímavý trend nastal aj v oblasti priemernej výšky úverov, kde stredná hodnota poklesla pod hranicu 1,8 miliónov Kč. Za potreby boli zásahy ČNB. Prevládala snaha centrálnej banky o uvoľňovanie menovej politiky. Pri poklese základných sadzieb Českej národnej banky od roku 2008 sa úrokové sadzby hypoték merané ukazateľom Fincentrum Hypoindex držali pomerne spät' a na pokles reagovali so značným oneskorením. Menové intervencie proti Českej korune dodali českým bankám obrovské množstvo likvidity, vďaka čomu pokles sadzieb pokračoval aj v období, keď ČNB už nemala kam úroky znižovať. Na grafe môžeme vidieť reakciu úrokových mier na uvoľňovanie menovej politiky českou národnou bankou.

Graf 4 – Vývoj úrokových sadzieb v ČR (Fincentrum Hypoindex a 2T repo sadzba ČNB) 2007 - 2019



Zdroj: cnb.cz a Hypoindex.cz

V súhrne môžeme rok 2008 a bezprostredne nasledujúce roky popísať ako nepriaznivo sa vyvíjajúce na hypotekárnom trhu, z dôvodu počiatku hospodárskej krízy. Zvyšovanie úrokových sadzieb hypoték sa pripísalo k zhoršujúcej sa situácii na trhu nehnuteľností, ktorého výkyvy sa prejavili aj na podnikateľskom rozhodovaní v rokoch krízy. Zhoršením a zdražením zdrojov financovania došlo k útlmu v podnikateľskej sfére. Zdraženie znamenalo pre firmy, ktoré hypotéky čerpali nutnosť využívania väčšieho množstva peňažných prostriedkov na úroky, čo znamenalo znižovanie zisku a menšie možnosti rastu alebo expanzie. Znižovali sa aj investičné možnosti mnohých firiem. V prípade vstupu nových firiem na trh zvýšené úrokové miery znamenali väčšie bariéry vstupu do podnikania, čo odrádzalo mnoho novo začínajúcich podnikateľov viď graf 5. Takto drastický nárast v úrokových sadzbách mal okrem znižovania ziskov firiem za následok aj zvyšovanie neschopnosti splácať úvery a následný zánik podnikov.

Po troch dlhých rokoch keď úrokové miery vystúpili na historické maximum, nastal v roku 2010, ako výsledok vyššie spomenutých snáh Českej ekonomiky za pomoci Českej národnej banky a jej taktiky uvoľňovania menovej politiky, opätovný pokles. Obdobie po roku 2010 sa nieslo v znamení revitalizácie Českej ekonomiky a trhu nehnuteľností. Koncom roku 2011 boli dokonca podmienky na obstaranie vlastného bývania najlepšie za posledných 5 rokov. Neustála vzájomná konkurencia bánk a snaha získať čo najväčší tržný podiel tlačila úrokové sadzby stále nižšie a nižšie. Hodnoty ponúkanej úrokovej sadzby Fincentrum Hypoindex klesli pod 4%. Úrokové miery v roku 2011 klesali naprieč všetky varianty hypotekárnych úverov (LTV 70%, 85%, 100%).

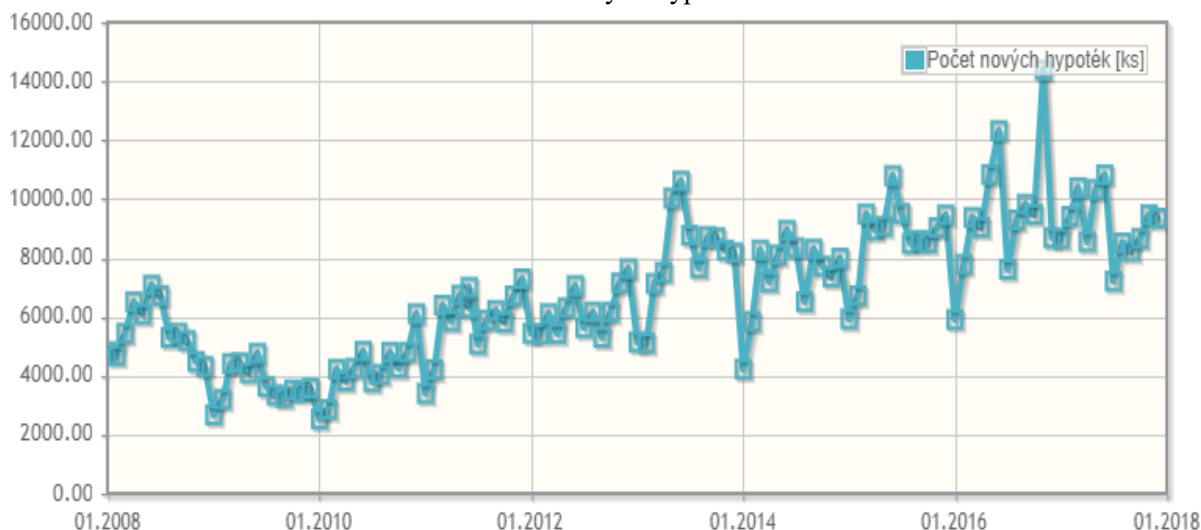
K najväčšiemu poklesu došlo však pri 70% hypotékach, kde priemerná sadzba na konci roku 2011 klesla až o 16 bazických bodov na 3,88%. Pokles pokračoval až na úroveň 3,66%. Výrazné zmeny nastali aj pri 85% hypotékach kde úroková miera klesla z 4,01% na 3,79% a pri 100% hypotékach sa sadzby prepádli o 0,17 percentných bodov na 5,02%. Hypotekárny sektor v ČR počas roku 2011 môžeme popísať ako cenovú vojnu, kde sa banky snažia o odtrhnutie si čo najväčšieho podielu na trhu, znižovaním sadzieb a poplatkov. Vďaka klesajúcim sadzbám hypoték a nerastúcim cenám nehnuteľností rástla dostupnosť bývania.

Rok 2012 svojím vývojom úrokových sadzieb naviazal na predošlé obdobie. Úrokové sadzby hypoték neprestávali klesať. Dopomohli tomu aj už spomínané znižovania úrokových sadzieb českou národnou bankou, ktorá sa v polovici roku 2012 rozhodla o ich rekordné zníženie o 0,50%, čím úroková sadzba klesla na historicky nízku hodnotu 0,25%. ČNB v tomto roku pokračovala v znižovaní úrokových sadzieb a ku koncu roka 2012 ju znížila druhý-krát a to o 0,25%. Intervencie ČNB dopomohli k ďalším poklesom ako fixných tak variabilných úrokových mier. Úrokové sadzby hypoték sa vyvíjali z jemnými vychýleniami nahor v roku 2013 stále smerom dole. Jemný nárast a návrat úrokových mier nad úroveň 3% v roku 2013 bol zapríčinený zvýšením ceny peňazí na medzibankovom trhu, z ktorého čerpajú likviditu predovšetkým menšie banky, za účelom prefinancovania poskytovaných úverov, tento vývoj avšak netrval dlho už v priebehu roku 2013 začali úrokové sadzby klesať. Klesali až do konca roku 2016, kedy dosiahli

absolútneho minima v podobe 1,77%. Ďalšie väčšie zmeny nastali až začiatkom roka 2017. Vplývali zo skutočnosti, že bankári mali v roku 2016 plné ruky práce odbavovania stávajúcich žiadostí o hypotéky. Počet novo zjednaných hypoték činil 12 324 zmlúv, pričom dlhodobý priemer dovtedy činil 8000 kusov. Pri takomto vývoji vysokého dopytu, zníženej kapacity a sadzieb na historickom minime, banky nemali dôvod ďalej zľavovať. Navyše začali bankám zdražovať aj zdroje. Dlhodobé úrokové swapy, ktoré môžeme brať za akési benchmarky cien, za koľko si banky môžu opatriť peniaze na svoje úverové aktivity, mierne vzrástli.

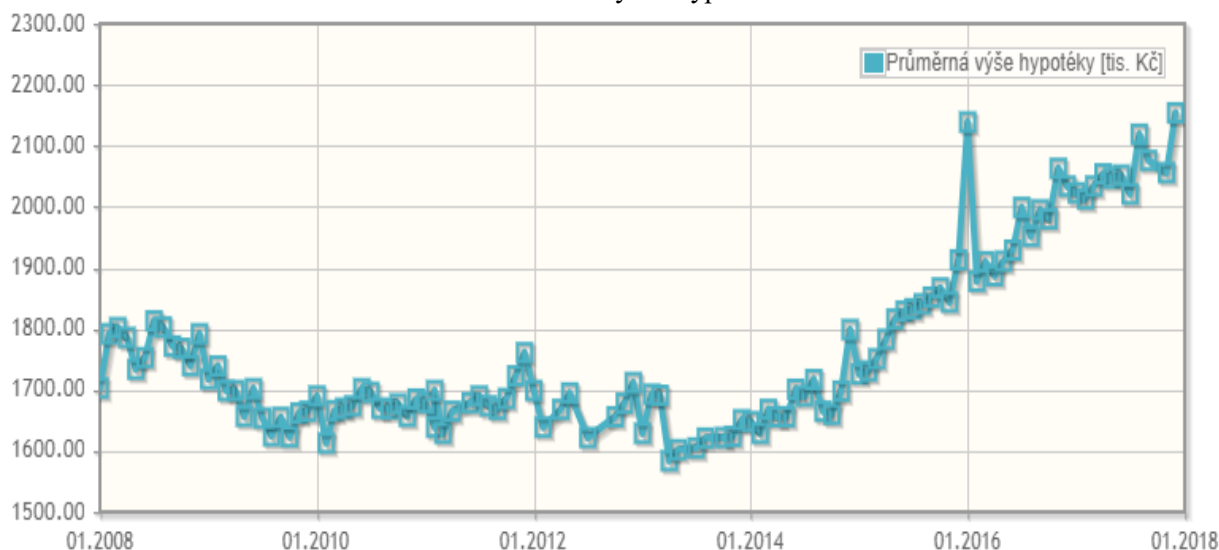
Rok 2017 začal zdražovaním úrokových sadzieb a to späť nad úroveň 2%. Dôvodom boli spôsobené reguláciou zo strany ČNB, ktorá tlačila banky k znižovaniu podielu úverov s LTV vyšším než o 80% zastavanej hodnoty nehnuteľností, zákazom poskytovania hypoték nad 90% v podobe odporúčenia. Okrem regulácie ČNB ovplyvnil vývoj sadzieb aj faktor rastu sadzieb na medzibankovom trhu. Bankám zdražovali peniaze na vstupoch, čo sa obratom prejavilo aj na cenách hypoték. Úrokové sadzby sa v tomto roku ustálili na hodnotách mierne nad 2%. Priebeh vývoja na trhu hypoték medzi rokmi 2010 a 2017 bol charakterizovaný konštantným poklesom úrokových mier a oživením trhu nehnuteľností po hospodárskej kríze. Pre podnikateľskú sféru to znamenalo opätovné otvorenie možností financovania a uľahčenie zisku externých zdrojov na podnikanie. Podniky sa v tomto období snažili o využitie vzniknutých podmienok v podobe investovania a expanzie.

Graf 5 – Počet nových hypoték



Zdroj: Hypoindex.cz

Graf 6 - Priemerná výška hypoték



Zdroj: Hypoindex.cz

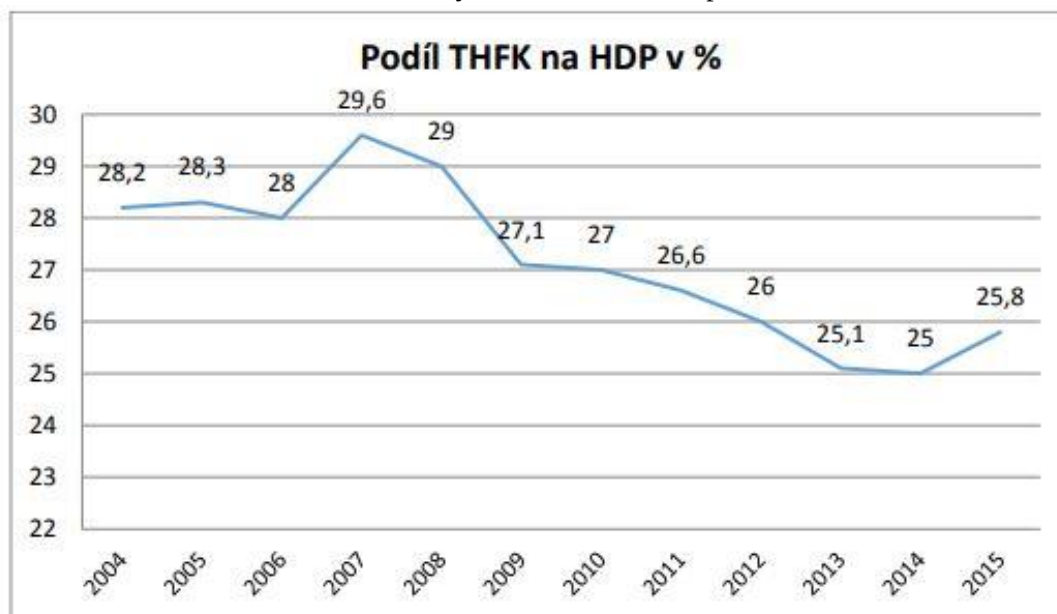
Vyššie zobrazené grafy nám ponúkajú lepšie pochopenie vývoja hypotekárneho trhu a význam zmien popísaných v tejto kapitole. V skutočných hodnotách je vidieť spomínaný prepád po roku 2008 a recesiú Českej ekonomiky ako pri priemernej výške hypoték tak aj pri absolútnych hodnotách množstva novo poskytnutých hypoték. Aj napriek tomu, že počet nových hypoték v priebehu rokov 2008 – 2017 fluktoval omnoho viac ako ich priemerná výška, dá sa povedať že obe mali podobný priebeh, s poklesom medzi rokmi 2008 až 2010 a následným rastom do roku 2017.

6.3 Vývoj investícií v rokoch 2008 - 2017

Druhým sledovaným javom ktorým sa budeme zaoberať v našej analýze vývoja podnikateľskej sféry v rokoch 2008 – 2017 budú investície. Budeme sa zameriavať na väzby investícií a ekonomického rastu a na význam investícií pre ekonomicko-podnikateľské prostredie Českej republiky. Investície v ČR tvoria väčší podiel HDP než vo väčšine štátoch Európskej únie. Ich miera taktiež predstihuje zrovnateľné susedské zeme. V roku 2015 bol dokonca podiel investícií na HDP v ČR najvyšší v EU. Rovnako ako na predchádzajúcich analýzách makroekonomického vývoja a hypotekárneho trhu, hospodárska kríza ich vývoj značne ovplyvnila, investičný podiel na HDP po roku 2009 výrazne klesol. V Českej republike sú objemové investície podnikového sektoru významnejšie ako vládne investície. V nasledujúcej analýze budeme odkazovať často k tvorbe hrubého fixného kapitálu, čím budeme v našom prípade rozumieť investície. V grafe dole môžeme vidieť priebeh podielu tohto fixného kapitálu. V období po roku 2008 je zjavný jasný prepád v jeho podiele na HDP. Rovnako ako v prípade hypoték,

globálna finančná kríza ovplyvnila zisky firiem, čím obmedzila podnikateľský sektor v možnostiach ďalšieho rozvoja, z dôvodu nedostatku finančných prostriedkov.

Graf 7 – Podiel tvorby hrubého fixného kapitálu v HDP %

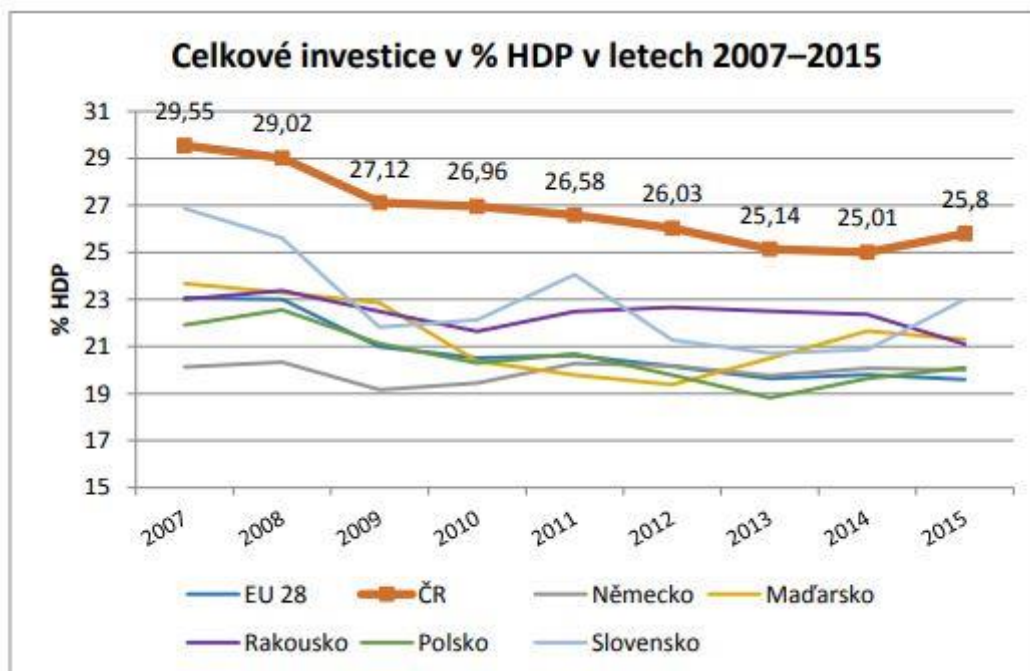


Zdroj: Eurostat

Investície sú jedným z najdôležitejších faktorov, ovplyvňujúci HDP. V štatistike sú súčtom zmien zásob, objemu nákupu cenností a tzv. spomínanej tvorby hrubého fixného kapitálu, ktorý je pre náš rozbor vitálny. Tvorba hrubého domáceho produktu nám napovedá o tom ako domáce a zahraničné firmy rozširujú svoje kapacity a tým pádom rastový potenciál celého hospodárstva. Investície v ČR tvoria väčší podiel HDP než v iných krajinách EU. Tento podiel kulminoval v roku 2007, keď celkové investície dosahovali 29,6% HDP z čoho sa investície podnikového sektoru podieľali až na 19,38% HDP. Od roku 2007 obe spomínané hodnoty klesali. Celkové investície klesli počas recesie až na úroveň 25% a investície podnikového sektoru na 16,4%. V prípade investícií, na rozdiel od trhu hypoték, opätovný návrat k forme nastal až omnoho neskôr, v roku 2015, kedy podiel investícií na HDP po dlhých rokoch vzrástol na 25,8%. Na zvýšení podielu investícií na HDP v roku 2015 sa výraznou mierou podieľalo dynamické čerpanie fondov EU. Úspešné čerpanie fondov EU, hlavne v oblasti hlavného mesta Praha, pomohlo k ďalšiemu zvyšovaniu podielu na HDP.

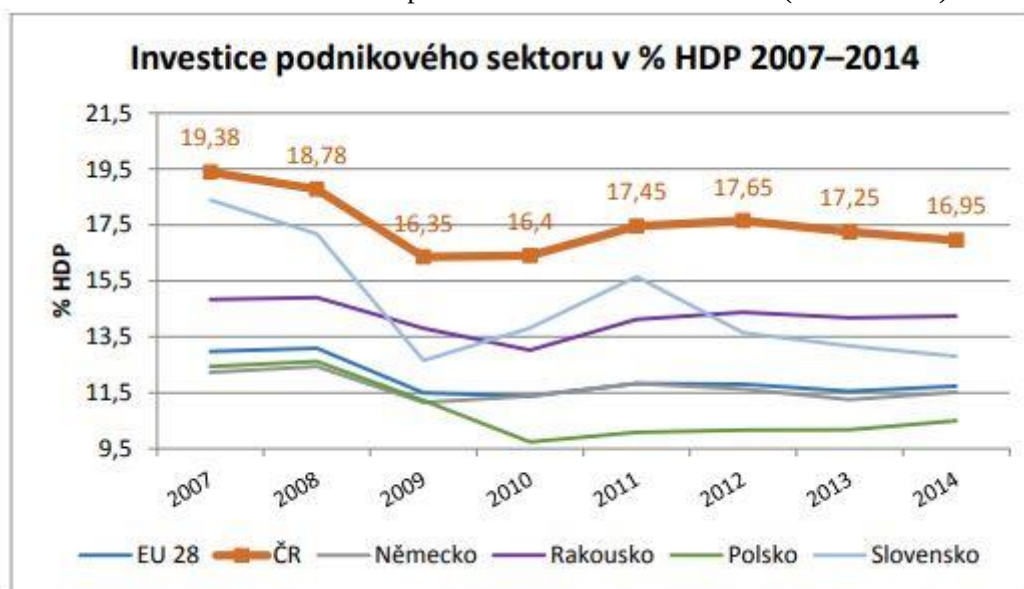
Nasledujúce grafy zobrazujúce celkové investície v % HDP a investície podnikového sektoru v % HDP poukazujú na vysokú príspevok práve investícií podnikového sektoru na HDP Českej republiky. Značnou mierou prevyšujú podiel vládnych investícií..

Graf 8 – Celkové investície v % HDP (2007 – 2015)



Zdroj: Eurostat

Graf 9 – Investície podnikového sektoru v % HDP (2007 – 2014)



Zdroj: Eurostat

Graf číslo 10 zobrazuje vývoj podielu celkových investícií na HDP, zamestnanosť a ekonomické aktivity. Je viditeľné, že v predkrízovom období vykazovali investície aj zamestnanosť obdobný trend, pokles. V období 2008 až 2014 nedochádzalo k nárastu

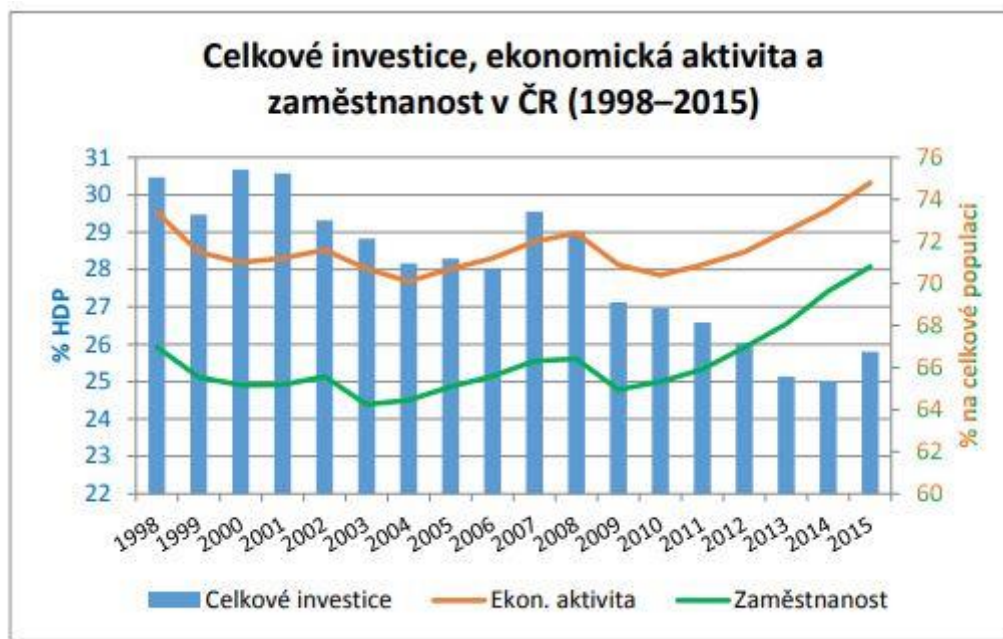
podielu na HDP, a to ani v období ekonomického oživenia v rokoch 2010 a 2011 ako v prípade hypotekárneho trhu. Aj keď zamestnanosť začala rásť už od roku 2010, investície zaznamenali ďalší pokles ich podielu na HDP. Takýto priebeh možno pripísať jednak postupnému zapojovaniu kapacít podnikov nevyužitých v dôsledku krízy a posunom pracovníkov, ktorí v dobe recesie boli vytláčaný z trhu práce alebo do režimu brigádnikov zo statusom OSVČ, späť do riadneho pracovného pomeru, ako ukazuje nasledujúca tabuľka. Vplyv mal aj celkový vývoj ekonomiky v nasledujúcom období, ktoré je spojené s obnoveným rastom HDP v roku 2013 tiahnutým vyššou mierou spotreby.

Tabuľka 3 – Prehľad o celkovom počte OSVČ

ROK	OSVČ		Počet zaměstnaných (v tis.)
	vykonávající činnost		
	hlavní	celkem	
2008		938 265	4 935
2009	648 941	955 659	4 825
2010	640 406	977 069	4 825
2011	649 990	1 001 764	4 794
2012	627 596	994 088	4 822
2013	602 395	977 228	4 851
2014	586 112	972 356	4 911
2015	578 544	975 952	4 950
2016*	572 126	969 849	5 004

Zdroj: ČSSZ

Graf 10 – Celkové investície, ekonomická aktivita a zamestnanosť v ČR



Zdroj: Eurostat, ČSÚ

Vývoj súkromných podnikových investícií v ČR dlhodobo koreluje s vývojom HDP s tendenciou k vyššej volatilitě ako pri vývoji HDP, čo sa prejavuje zvyšovaním ich podielu na HDP v rokoch výrazného rastu ekonomiky a naopak znižovaním ich podielu na HDP v dobe recesie. Objemovo najvýznamnejšou položkou podnikových investícií tvoria investície spracovateľského priemyslu, ktoré vykazujú v porovnaní s celkovou tvorbou hrubého fixného kapitálu koreláciu s výraznejšími odchýlkami rastu a poklesu. Práve spracovateľský priemysel mal veľkú zásluhu na úspešnom vymanení sa ČR z ekonomickej krízy.

Nakoľko sú investície jednou z najdôležitejších predispozícií úspešnej ekonomiky, bolo po roku 2008 nutné proti zhoršujúcej sa situácii zakročiť. V Českej republike mala túto zodpovednosť česká národná banka, ktorá sa snažila po vypuknutí recesie o stimuláciu zvyšovania investičných aktivít pomocou znižovania úrokovej miery, čo malo pozitívny efekt na zvyšovanie ziskov firiem a tým pádom na akciový trh. Uvoľňovanie menovej politiky ČNB malo za účel ovplyvniť dianie na peňažných a kapitálových trhoch. Myslenie bolo opreté o dôležitosť úrokovej miery v investičnom rozhodovaní. Nakoľko je riziko jedným z rozhodujúcich faktorov investičného rozhodovania, a vysoká úroková miera znamená riziko väčšie, znižovanie úrokových sadzieb znamenalo sprístupnenie viacerých investičných možností v podnikateľskej sfére. Toto ťaženie menovej politiky malo avšak na rozdiel od iných ukazateľov, ako už spomínaný hypotekárny trh, oneskorenejšiu reakciu.

Záver

Cieľom bakalárskej práce bola analýza, popis, objasnenie fungovania monetárnej politiky v Českej republike, jej vplyv na vývoj v čase medzi rokmi 2008 – 2017 a aký dopad mali vybrané zásahy štátu na podnikateľskú sféru. Cieľ sa podarilo naplniť.

Teoretická časť bola venovaná lepšiemu pochopeniu monetárnej politiky. Pozornosť tkvela hlavne na tom, kto monetárnu politiku riadi, akými nástrojmi môže do ekonomiky skrz ňu zasahovať a aké následky môžu spomínané intervencie mať. Pozreli sme sa na úlohy, aké v monetárnej politike má centrálné bankovníctvo, akými nástrojmi centrálna banka môže vývoj ekonomiky korigovať a aké mechanizmy prispievajú k úspešnej transformácii ich rozhodnutí do ekonomiky.

Odpovedajúc na otázky z úvodu práce môžeme konštatovať, že makroekonomický vývoj Českej republiky v sledovanom období bol z veľkej časti ovplyvnený globálnym dianím na finančných trhoch a prepuknutím hospodárskej krízy v roku 2008, kedy nastal najväčší prepad ekonomiky za posledné roky. Pokles bol zreteľný v oblastiach HDP, zamestnanosti a u sledovaných trhov hypoték a investícií. Počiatočný prudký pokles trval až do roku 2011, od kedy sa začalo nové obdobie zvyšovania prosperity, podmienené aj monetárnou politikou ČR.

Najväčším nástrojom Českej národnej banky v začiatku recesie v ČR bola úroková miera a 2T repo sadzby, presnejšie ich znižovanie, mimo nich sa ČNB obrátila aj na intervencie v podobe odporúčení a stanovení limitov obchodných bánk. Obdobie revitalizácie ekonomiky bolo poznamenané ďalším veľkým zásahom v roku 2013, kedy z dôvodu nulovej medze úrokovej miery nemohla centrálna banka ekonomiku skrz ňu ovplyvňovať, vybrala si preto pre uvoľnenie menovej politiky nekonvenčný nástroj v podobe kurzového záväzku, ktorý úspešne dopomohol až do roku 2017 k uvoľneniu politiky a stabilizácii cenovej hladiny.

Všetky z uvedených intervencií mali vo väčšom či menšom merítke priamy dosah aj na podnikateľské prostredie, ktoré utrpelo po roku 2008 silný zásah. Uvoľňovanie ako aj kurzový záväzok, odporúčania a limity dopomohli k vytvoreniu nového konkurencieschopného podnikateľského prostredia v ČR. Znižovanie úrokových sadzieb malo dosah ako na hypotekárne úrokové miery tak na tvorbu hrubého fixného kapitálu. Nižšie úrokové sadzby znamenali znižovanie nákladov a zvyšovanie ziskov firiem, čo malo za následok zlepšenie ich finančnej stability, možností získavania nových zdrojov a investičných kapacít. Pre novo začínajúce podniky to znamenalo nižšie bariéry vstupu. V konečnom dôsledku bola monetárna politika v sledovanom období veľmi účinná a prospešná pre podnikateľskú sféru.

Prínosom práce je komplexné pochopenie monetárnej politiky v Českej republike v sledovanom období a jej dopady na rôzne faktory ovplyvňujúce podnikateľskú sféru.

Zdroje

Odborná literatura

Soukup, J., Pošta, V., Pavelka, T., Dobrylovský, J., & Neset, P. (2012). Makroekonomie (2. vyd.). Praha, Česko: Management Press.

Pavelka, T. (2007). Makroekonomie (3. vyd.). Praha, Česko: Melandrium.

Revenda, Z. (2015). Centrální bankovníctví (3. vyd.). Praha, Česko: Management Press.

Články

Bernanke, B., & Gertler, M. (1995). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal Of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48. doi: 10.1257/jep.9.4.27

Prezentácie a lekcie

Rusnok, J. (2018). *Měnová politika ČNB v době hospodářské krize a konjunktury*. Presentation, Košické ekonomické fórum. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rusnok_20181114_kosice.pdf

Singer, M. (2009). *Dopad hospodářské krize na českou ekonomiku a její finanční sektor*. Presentation, Praha. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/Singer_20090529_partners.pdf

Tomšík, V. (2010). *Reakce měnové politiky ČNB na hospodářskou krizi*. Presentation, Praha. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20100612_dod.pdf

Tomšík, V. (2011). *Měnová politika a finanční stabilita v České republice*. Presentation, České Budějovice. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/tomsik_20110331_indikatory_fs.pdf

Závěrečné práce

Novotná, K. (2012). *Měnová politika ČNB a její regulační nástroje* (Bakalářská práce). Vysoká škola ekonomická v Praze. Dostupné z:

https://is.ambis.cz/th/bpu6x/MENOVA_POLITIKA_CNB_A_JEJI_REGULACNI_NASTROJE.pdf?so=nx

Bentsa, L. (2012). *Monetární politika v ČR, její cíle a nástroje* (Bakalářská práce). Bankovní institut vysoká škola Praha. Dostupné z:

https://is.ambis.cz/th/z1p11/Monetarni_politika_v_CR_jeji_cile_a_nastroje.pdf?so=nx

Internetové zdroje

Reading: Tools of Monetary Policy | Macroeconomics. (2019). Dostupné z:

<https://courses.lumenlearning.com/suny-macroeconomics/chapter/tools-of-monetary-policy/>

Amadeo, K. (2018). 3 Tools Banks Use to Control the World Economy. Dostupné z:

<https://www.thebalance.com/monetary-policy-tools-how-they-work-3306129>

HDP 2019, vývoj hdp v ČR - 5 let, Vývoj HDP meziročně v %. (2019). Dostupné z:

<https://www.kurzy.cz/makroekonomika/hdp/?G=3&A=2&page=1>

ČR - revize vylepšila růst HDP v 1Q o 0,5% na výsledných 2,5%. (2014). Dostupné z:

<https://www.kurzy.cz/zpravy/367074-cr-revize-vylepsila-rust-hdp-v-1q-o-0-5-na-vyslednych-2-5/>

Zprávy Makroekonomika - Informace o domácích a zahraničních makroukazatelích, inflace, nezaměstnanost, mzdy. (2013). Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/makroekonomika/>

ČR - revize zvedla HDP ve 4Q11 na 0,6% r/r, za celý rok 2011 pak na 1,7%. (2012). Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/zpravy/312455-cr-revize-zvedla-hdp-ve-4q11-na-0-6-r-r-za-cely-rok-2011-pak-na-1-7/>

ČR - finální revize HDP - ve 4Q +2,6%, za rok 2010 + 2,2%. (2011). Dostupné z:

<https://www.kurzy.cz/zpravy/263399-cr-finalni-revize-hdp-ve-4q-2-6-za-rok-2010--2-2/>

ČR - HDP ve 4Q poklesl mezikvartálně o 0,6%, za rok 09 -4,3%. (2010). Dostupné z:

<https://www.kurzy.cz/zpravy/210780-cr-hdp-ve-4q-poklesl-mezikvartalne-o-0-6-za-rok-09-4-3/>

ČR - HDP ve 4. čtvrtletí vzrostl o 1,0 %, v roce 2008 o 3,5 %. (2009). Dostupné z:

<https://www.kurzy.cz/zpravy/161636-cr-hdp-ve-4-ctvrtleti-vzrostl-o-1-0--v-roce-2008-o-3-5/>

ČR - HDP ve 2Q rostl o vysokých 4,5% r/r. (2017). Dostupné z:

<https://www.kurzy.cz/zpravy/429368-cr-hdp-ve-2q-rostl-o-vysokych-4-5-r-r/>

Vog, J., Pícl, M., Körne, O., & Štípek, V. (2016). ANALÝZA PODPORY EKONOMICKÉHO RŮSTU PROSTŘEDNICTVÍM STIMULACE INVESTIC. Dostupné z:

<https://www.vlada.cz/assets/urad-vlady/vydavatelstvi/vydane-publikace/Analyza-podpory-ekonomického-rustu-prostrednictvim-stimulace-investic.pdf>

Vývoj úrokových sazeb hypoték | ChytryHonza.cz. (2019). Dostupné z: <https://www.chytryhonza.cz/vyvoj-urokovych-sazeb-hypotek>

Sazby dál klesají. Historická minima jsou již na dosah : GOLEM FINANCE. (2011). Dostupné z: <https://www.golemfinance.cz/cz/22.sazby-dal-klesaji-historicka-minima-jsou-jiz-na-dosah>

FINANCE, G. (2012). ČNB snížila sazby na rekordních 0,50 procenta : GOLEM FINANCE. Dostupné z: <https://www.golemfinance.cz/cz/482.cnb-snizila-zakladni-urokovou-sazbu-na-0-50-procenta>

ČNB snížila sazby o čtvrt procentního bodu. REPO sazba na historickém minimu 0,25 % : GOLEM FINANCE. (2012). Dostupné z: <https://www.golemfinance.cz/cz/505.cnb-snizila-sazby-o-ctvrtinu-procentniho-bodu-repo-sazba-na-historickem-minimu-0-25>

Ceny hypoték míří nezadržitelně vzhůru : GOLEM FINANCE. (2013). Dostupné z: <https://www.golemfinance.cz/cz/1180.ceny-hypotek-miri-nezadrzitelne-vzhuru>

Fincentrum Hypoindex - vývoj - Hypoindex.cz. Dostupné z: <https://www.hypoindex.cz/hypoindex-vyvoj/>

SVACHINA, L. (2008). Hypoindex květen 2008: Zdánlivý klid... před bouří - Hypoindex.cz. Dostupné z: <https://www.hypoindex.cz/clanky/hypoindex-kveten-2008-zdanlivy-klid-pred-bouri/>

SVACHINA, L. (2008). Hypoindex srpen 2008: Úrokové sazby na maximu - Hypoindex.cz. Dostupné z: <https://www.hypoindex.cz/clanky/hypoindex-srpen-2008-urokove-sazby-na-maximu/>

5. Dopad změn sazeb ČNB do ekonomiky - Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003/index.html>

Co to jsou nominální a reálné úrokové sazby? - Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Co-to-jsou-nominalni-a-realne-urokove-sazby/>

Cílování inflace v ČR - Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>

Dopad zvýšení úrokových sazeb ČNB do klientských sazeb - Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Dopad-zvysemi-urokovych-sazeb-CNB-do-klientskych-sazeb>

Ekonomický vývoj na území České republiky - Historie ČNB. Dostupné z: https://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/prurezova_temata_menova_politika/1_ekonomicky_vyvoj_na_uzemi_ceske_republiky.html

Měnová politika - Česká národní banka. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/

Měnová politika České národní banky - Česká národní banka. Dostupné z:
<https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Menova-politika-Ceske-narodni-banky/>

Kulhavá, K. 15. Měnová politika při nulových úrokových sazbách - Česká národní banka.
Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00011/index.html>

Motl, M., & Komárek, L. (2018). Jak si vede náš měnový kurz? - Česká národní banka.
Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/cnblog/Jak-si-vede-nas-menovy-kurz/

Pašaličová, R. (2018). Dopad zvýšení úrokových sazeb ČNB do klientských sazeb - Česká národní banka. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Dopad-zvyseni-urokovych-sazeb-CNB-do-klientskych-sazeb/>

Vliv měnového kurzu na inflaci - Česká národní banka. (2005). Dostupné z:
<https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Vliv-menoveho-kurzu-na-inflaci/>