

UNIVERZITA PARDUBICE
FAKULTA EKONOMICKO-SPRÁVNÍ
ÚSTAV EKONOMIE

**ANALÝZA MĚNOVÝCH KURZŮ VE VZTAHU
K ÚROKOVÝM MÍRÁM VYBRANÝCH ZEMÍ**

Bc. Eva Jiříková

DIPLOMOVÁ PRÁCE

2009

ZADÁVACÍ LIST

Prohlašuji:

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

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

Souhlasím s prezenčním zpřístupněním své práce v Univerzitní knihovně Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 16. 04. 2009

Eva Jiříková

Poděkování

Za odborné rady, připomínky a konzultace při zpracování této diplomové práce děkuji vedoucímu práce prof. RNDr. Bohuslavu Sekerkovi, CSc. Zároveň děkuji své rodině za pochopení, podporu a zázemí, které mi poskytovala po celou dobu studia.

SOUHRN

V diplomové práci jsem se zabývala problematikou vztahu měnových kurzů a úrokových sazeb ve vybraných zemích. Cílem práce bylo zjistit, zda úrokový diferenciál ovlivňuje měnový kurz podle úrokové parity.

Nejprve jsem se zaměřila na teorii měnových kurzů, na problematiku kapitálové mobility a možnosti centrálních bank ovlivňovat měnový kurz pomocí úrokových sazeb a poté jsem provedla analýzu vztahu měnových kurzů a úrokových sazeb.

KLÍČOVÁ SLOVA

měnový kurz, úroková sazba, monetární politika, kapitálová mobilita

TITLE: Analysis of Currency Exchange Rate in Relation to Interest Rate of Selected Countries

ABSTRACT: In my diploma paper I dealt with a problem of relation between currency exchange rate and interest rate in selected countries. Object of my work was to find out if interest rate differential influences currency exchange rate as says interest rate parity.

Firstly I targeted the theory of currency exchange rates, the problem of capital mobility and the possibilities of central banks to influence currency exchange rates by interest rates and then I implemented an analysis of currency exchange rate in relation to interest rate of selected countries.

KEYWORDS:

Currency Exchange Rate, Interest Rate, Monetary Policy, Capital Mobility

Obsah

1	Základní pojmy	14
1.1	Měnový kurz	14
1.2	Devizový trh.....	14
1.2.1	Trh valut a deviz	14
2	Teoretické přístupy ke stanovování měnových kurzů	16
2.1	Teorie parity kupní síly	16
2.1.1	Absolutní verze parity kupní síly.....	16
2.1.2	Relativní verze parity kupní síly	16
2.2	Teorie parity úrokové míry	16
2.2.1	Nekrytá teorie parity úrokových měř.....	17
2.2.2	Krytá teorie parity úrokových měř.....	17
2.3	Platebně bilanční přístup k měnovému kurzu	17
2.4	Monetární přístup k měnovému kurzu	18
2.4.1	Monetární přístup k měnovému kurzu s pružnými cenami	18
2.4.2	Dornbuschův dynamický přístup a možnosti přestřelování kurzů.....	19
2.5	Přístup založený na teorii portfolia	19
2.6	Přístup založený na modelu trhu aktiv	20
2.7	Shrnutí	20
3	Kapitálová mobilita.....	21
3.1	Motivy mezinárodního pohybu kapitálu	21
3.2	Formy mezinárodního pohybu kapitálu	22
3.3	Hledisko formy.....	22
3.3.1	Přímé zahraniční investice	22
3.3.2	Portfoliové investice	22
3.3.3	Ostatní investice.....	23
3.3.4	Rezervy	23
3.3.5	Kapitálové transfery.....	23
3.4	Ekonomické aspekty mezinárodního pohybu kapitálu	23
3.4.1	Přínosy mezinárodního pohybu kapitálu	23
3.4.2	Rizika mezinárodního pohybu kapitálu	24
3.5	Finanční účet platební bilance ČR	24
3.5.1	Přímé zahraniční investice	24

3.5.2	Portfoliové investice	26
3.6	Shrnutí.....	27
4	Transmisní mechanismus monetární politiky	28
4.1	Kanály měnové politiky	28
4.1.1	Úvěrový kanál.....	29
4.1.2	Podnikatelský kanál	30
4.1.3	Výdajový kanál	30
4.1.4	Kanál měnového kurzu	31
4.1.5	Jiné vlivy na inflaci, HDP a nezaměstnanost.....	32
4.2	Přenos na ostatní tržní úrokové míry	32
4.3	Řízení úrokových sazeb centrálními bankami	33
4.3.1	Operace na volném trhu	34
4.3.2	Stálé facility	34
4.3.3	Česká Republika	35
4.3.4	Spojené Státy Americké.....	36
4.3.5	Eurozóna	37
4.4	Shrnutí.....	39
5	Důvody ke změně úrokových sazeb centrálními bankami v roce 2008 a v prvním čtvrtletí 2009.....	40
5.1	První čtvrtletí 2008.....	40
5.2	Druhé čtvrtletí 2008	40
5.3	Třetí čtvrtletí 2008.....	41
5.4	Čtvrté čtvrtletí 2008	41
5.5	První čtvrtletí 2009.....	43
5.6	Shrnutí.....	45
6	Vztah měnových kurzů a diferenciálů úrokových měr u vybraných zemí	46
6.1	Porovnání měnového kurzu CZK/EUR a diferenciálu úrokových měr Eurozóny vůči České Republice	46
6.2	Porovnání měnového kurzu CZK/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči České Republice.....	49
6.3	Porovnání měnového kurzu EUR/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Eurozóně	52
6.4	Porovnání měnového kurzu HUF/EUR a diferenciálu úrokových měr Eurozóny vůči Maďarsku	56

6.5	Porovnání měnového kurzu GBP/EUR a diferenciálu úrokových měr Eurozóny vůči Spojenému Království.....	59
6.6	Porovnání měnového kurzu CHF/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Švýcarsku	62
6.7	Porovnání měnového kurzu JPY/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Japonsku.....	65
6.8	Porovnání měnového kurzu NZD/JPY a diferenciálu úrokových měr Japonska vůči Novému Zélandu.....	68
6.9	Porovnání měnového kurzu HUF/PLN a diferenciálu úrokových měr Polska vůči Maďarsku	71
6.10	Shrnutí	73
7	Závěr	74

Seznam obrázků

Obrázek 1 – Monetární přístup k měnovému kurzu, růst domácí úrokové sazby	18
Obrázek 2 – Monetární přístup k měnovému kurzu, růst domácího HDP	18
Obrázek 3 - Transmisní mechanismus monetární politiky	29

Seznam grafů

Graf 1 - Finanční účet platební bilance ČR	24
Graf 2 - Přímé zahraniční investice ČR	25
Graf 3 - Přímé zahraniční investice do ČR podle evropských zemí	26
Graf 4 - úrokové sazby ČNB	36
Graf 5 - Fed funds rate	36
Graf 6 - Primary and Secondary Credit	37
Graf 7 - úrokové sazby ECB	38
Graf 8 - kurz CZK/EUR	46
Graf 9 - úrokové míry ČR a Eurozóny	47
Graf 10 - diferenciál úrokových měr Eurozóna a ČR	47
Graf 11 - Porovnání - Eurozóna, ČR	48
Graf 12 - regrese 03/07-02/09 ČR_Eurozóna	48
Graf 13 - kurz CZK/USD	49
Graf 14 - úrokové míry ČR a USA	50
Graf 15 - diferenciál úrokových měr USA a ČR	50
Graf 16 - Porovnání - ČR, USA	51
Graf 17 - regrese 03/06-02/09 ČR_USA	51
Graf 18- kurz EUR/USD	52
Graf 19 - úrokové míra Eurozóna a USA	53
Graf 20 - diferenciál úrokových měr USA a Eurozóny	53
Graf 21 - Porovnání USA, Eurozóna	54
Graf 22 - Regrese 01/06-12/08 Eurozóna, USA	55
Graf 23 - kurz HUF/EUR	56
Graf 24 - úrokové míry H a Eurozóny	56
Graf 25 - diferenciál úrokových měr Eurozóny a Maďarska	57
Graf 26 - Porovnání - H, Eurozóna	57
Graf 27 - regrese 03/07-08/08 H_Eurozóna	58
Graf 28 - kurz GBP/EUR	59
Graf 29 - úrokové míry GB a Eurozóny	59
Graf 30 - diferenciál úrokových měr Eurozóny a Spojeného Království	60
Graf 31 - Porovnání GB, Eurozóna	60
Graf 32 - regrese 03/07-02/09 GB_Eurozóna	61

Graf 33- kurz CHF/USD.....	62
Graf 34 - úrokové míry Švýcarska a USA.....	62
Graf 35 - diferenciál úrokových měr USA a Švýcarska.....	63
Graf 36 - Porovnání CH, USA.....	63
Graf 37 - regrese 03/06-02/09 CH_USA.....	64
Graf 38 - kurz JPY a USD.....	65
Graf 39 - úrokové míry J a USA.....	65
Graf 40 - diferenciál úrokových měr USA a Japonska.....	66
Graf 41 - Porovnání USA, J.....	66
Graf 42 - regrese 03/07-02/09 J_USA.....	67
Graf 43- kurz NZD/JPY.....	68
Graf 44 - úrokové míry Nového Zélandu a Japonska.....	68
Graf 45 - Diferenciál úrokových měr Japonska a Nového Zélandu.....	69
Graf 46 - Porovnání - NZ, J.....	69
Graf 47 - regrese 03/07-02/09 NZ_J.....	70
Graf 48 - kurz HUF/PLN.....	71
Graf 49 - úrokové míry Maďarska a Polska.....	71
Graf 50 - Diferenciál úrokových měr Polska a Maďarska.....	72
Graf 51 - Porovnání PL, H.....	72
Graf 52 - regrese 03/07-02/09 H, PL.....	73

Seznam příloh

1. Kurz CZK/EUR, úrokové míry ČR a Eurozóny a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009
2. Kurz CZK/USD, úrokové míry ČR a USA a jejich diferenciál za období březen 2006 až únor 2009
3. Kurz EUR/USD, úrokové míry Eurozóny a USA a jejich diferenciál za období březen 2006 až únor 2009
4. Kurz HUF/EUR, úrokové míry Maďarska a Eurozóny a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009
5. Kurz GBP/EUR, úrokové míry Velké Británie a Eurozóny a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009
6. Kurz CHF/USD, úrokové míry Švýcarska a USA a jejich diferenciál za období březen 2006 až únor 2009
7. Kurz JPY/USD, úrokové míry Japonska a USA a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009
8. Kurz NZD/JPY, úrokové míry Nového Zélandu a Japonska a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009
9. Kurz HUF/PLN, úrokové míry Maďarska a Polska a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009

Seznam zkratek

BoE – Bank of England

CZK - Česká koruna

ČNB – Česká Národní Banka

ECB – Evropská Centrální Banka

EUR – Euro

FDI – Přímé zahraniční investice

Fed - Federal Reserve Systém, centrální banka USA

GBP – Britská libra

HDP – Hrubý domácí produkt

HUF - Maďarský forint

CHF – Švýcarský frank

IMF – Mezinárodní měnový fond

JPY – Japonský jen

MNB – Maďarská Národní Banka

NBP – Národní Banka Polska

NZD – Novozélandský dolar

O/N – Overnight, přes noc

PLN – Polský zlotý

USD – Americký dolar

Úvod

V této práci jsem se věnovala úrokovým mírám a měnovým kurzům, zjišťovala jsem, zda mají úrokové míry na měnové kurzy nějaký vliv a jakým způsobem toho mohou centrální banky využít k ovlivňování měnových kurzů.

Cílem práce bylo zjistit, zda při snížení úrokové míry centrální bankou dojde k oslabení měny a při zvýšení úrokové míry dojde k posílení měny.

V první kapitole jsem se věnovala základním pojmům, jako je měnový kurz a devizový trh. V další kapitole jsem popisovala různé teoretické přístupy ke stanovení měnového kurzu. Ve třetí kapitole jsem řešila otázku kapitálové mobility a její vztah k úrokovým mírám. V další kapitole jsem vysvětlila, jak funguje transmisní mechanismus měnové politiky a možnosti centrálních bank řídit úrokové sazby. V páté kapitole jsem na příkladech ukázala důvody, proč centrální banky v praxi měnily své úrokové míry. A nakonec jsem provedla analýzu vztahu měnových kurzů a diferenciálů úrokových měr u vybraných zemí.

1 Základní pojmy

1.1 Měnový kurz

Měnový kurz vyjadřuje cenu jedné měny v jednotkách měny jiné. Existují dva způsoby zápisu této relativní ceny. A to přímá a nepřímá kotace. Jestliže použijeme přímou kotaci, vyjadřujeme cenu jedné jednotky zahraniční měny v počtech jednotek domácí měny. Pokud uplatníme nepřímou kotaci, potom vyjadřujeme cenu jedné jednotky domácí měny počtem jednotek zahraniční měny. (15)

1.2 Devizový trh

Z pohledu exportujících a importujících firem plní devizový trh dvě hlavní úlohy: realizaci transferu kupní síly jedné měny do druhé a zajištění proti kursovému riziku. Importéři nakupují devizy za účelem úhrady svých závazků do zahraničí. Exportéři naopak prodávají na devizovém trhu devizy při konverzi svých devizových inkas do domácí měny. Některé operace na devizovém trhu jim umožňují rovněž zajištění pohledávek a závazků proti riziku z pohybu devizových kursů.

Na trh, kde se obchoduje s cizími měnami, se můžeme dívat z pohledu několika základních kritérií. Z hlediska druhu obchodovaných peněz můžeme rozlišovat trh valut a trh deviz. Z hlediska charakteru obchodování s devizami můžeme rozlišovat trh burzovní a neburzovní. Budeme-li posuzovat devizový trh s ohledem na subjekty, které na devizový trh vstupují a účastní se obchodování s devizami, můžeme rozdělit devizový trh na mezibankovní devizový trh a klientský devizový trh. Podle techniky provádění devizových operací máme trh spotový a termínový, ten dále můžeme rozlišovat na forwardový, opční a trh s futurem. (3)

1.2.1 Trh valut a deviz

Na valutovém trhu se obchoduje s hotovostní formou zahraničních měn, které mají podobu bankovek nebo mincí. Směňujeme zde národní měnu za zahraniční měnu. Protože obchodování s hotovostními penězi je spojeno s relativně vysokými jednotkovými náklady i riziky, jsou valuty dražší než devizy.

Devizový trh je trhem se zahraničními měnami, které vystupují v bezhotovostní formě, převážně v podobě zápisů na bankovních účtech nebo elektronických zápisů na

obrazovkách terminálů. Můžeme se však i setkat s jinou formou deviz jako se směnkami a šeky. Na základě poptávky a nabídky deviz na devizovém trhu se vytváří devizový kurs. (3)

2 Teoretické přístupy ke stanovování měnových kurzů

2.1 Teorie parity kupní síly

Teorie parity kupní síly je založena na působení zákona jediné ceny. Zákon jediné ceny vyjadřuje skutečnost, že na dokonale konkurenčním trhu a při neexistenci dopravních nákladů a ostatních překážek mezinárodního obchodu musí být identická zboží prodávána v různých zemích za stejnou cenu, jsou-li ceny těchto zboží vyjádřeny ve stejné měně. Identická zboží se tedy podle zákona jediné ceny prodávají za stejnou cenu v celém světě. (15)

2.1.1 Absolutní verze parity kupní síly

Absolutní forma teorie parity kupní síly vyjadřuje fakt, že měnový kurz mezi měnami dvou zemí je determinován poměrem cenových úrovní těchto dvou zemí. To vše za předpokladu, že neexistují dopravní náklady a jiné transakční náklady v mezinárodním obchodě, za předpokladu neexistence ostatních překážek mezinárodního obchodu a při existenci dokonalé konkurenční struktury.

$$E_{D/F} = P_D / P_F$$

P_D je domácí cenová hladina

P_F je zahraniční cenová hladina (15)

2.1.2 Relativní verze parity kupní síly

Relativní verze parity kupní síly vyjadřuje dynamický pohled na devizový kurz. Nesoustřeďuje se na koš zboží, ale na procentní změny cen ve zvoleném období, vyjádřené cenovými indexy. Tvrdí, že nový rovnovážný kurz se přizpůsobuje inflačnímu diferenciálu, tj. že relativní změna rovnovážného kurzu přibližně odpovídá rozdílům v míře inflace v různých zemích. (15)

2.2 Teorie parity úrokové míry

Stěžejním teoretickým přístupem v oblasti fundamentální analýzy měnového kurzu je teorie parity úrokových měr. Na devizy můžeme pohlížet jako na aktiva, která investoři drží ve svých portfoliích. Devizový kurz bude v daném případě významným faktorem,

který bude ovlivňovat výnosnost těchto devizových aktiv, a tak i požadovanou skladbu portfolií.

Teorie parity úrokových měr se vyskytuje ve dvou podobách – nekrytá a krytá parita úrokových měr. Liší se v tom ohledu, zda investor při svém obchodování využívá či nevyužívá termínovaného obchodu jako zajištění se proti kursovému riziku. (15)

2.2.1 Nekrytá teorie parity úrokových měr

Podstata nekryté teorie parity úrokových měr je založena na myšlence rovnováhy devizového trhu. Devizový trh považujeme za rovnovážný, jestliže investoři ve svých portfoliích drží právě takový objem aktiv a v takových měnách, ve kterých jsou právě nabízena. To znamená, že poptávka investorů, pokud jde o objem aktiv, stejně jako o jejich strukturu z hlediska různých měn, se shoduje s objemem a strukturou aktuální nabídky aktiv. Jediným kritériem, které se bude při rozhodování o volbě aktiv uvažovat, je jejich očekávaná míra výnosu. Trh deviz tak bude v rovnováze, jestliže očekávané míry výnosu aktiv denominovaných v různých měnách budou stejné. (15)

2.2.2 Krytá teorie parity úrokových měr

Podstata teorie parity úrokových měr spočívá v určení výnosu zahraničních depozit. Vychází se z toho, že neexistuje možnost vypůjčovat si nebo půjčovat peníze v zahraničí. Pokud by takový případ nastal, tak díky arbitrážním obchodům by opět došlo k nastolení stejné úrokové míry. Jinými slovy, krytá úroková parita říká, že úrokový rozdíl mezi dvěma národními měnami je rovný procentuálnímu rozdílu mezi forwardovým a spotovým měnovým kurzem. Podmínka parity předpokládá, že finanční aktiva jsou perfektně mobilní a stejně riziková. Pokud podmínka parity neplatí, znamená to, že na trhu existuje možnost arbitráže. V praxi je využitelnost této teorie omezena především těmito faktory:

- 1) transakční náklady,
- 2) politické riziko,
- 3) potenciální daňové výhody,
- 4) preference likvidity. (15)

2.3 Platebně bilanční přístup k měnovému kurzu

Platebně bilanční přístup k měnovému kurzu reprezentovaný teorií platební bilance je založen na myšlence, že devizový kurz nezávisí pouze na vzájemném obratu zboží a

služeb mezi zeměmi, ale na vývoji celé platební bilance, která kromě směny zboží a služeb zahrnuje také neobchodní platby, mezinárodní pohyb kapitálu a úvěru a další položky. Změna devizového kurzu je podle teorie platební bilance funkcí salda platební bilance, které vyjadřuje vzájemný vztah poptávky a nabídky měny na devizovém trhu. Jestliže je saldo platební bilance určité země aktivní, poptávka po její měně na devizovém trhu roste a její kurz se znehodnocuje. Naopak pasivní saldo platební bilance vyvolává poptávku této země po devizách a vede ke znehodnocení jejího kurzu. (6)

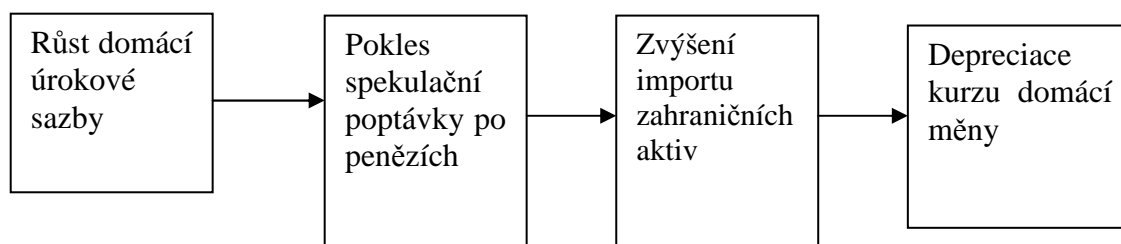
2.4 Monetární přístup k měnovému kurzu

2.4.1 Monetární přístup k měnovému kurzu s pružnými cenami

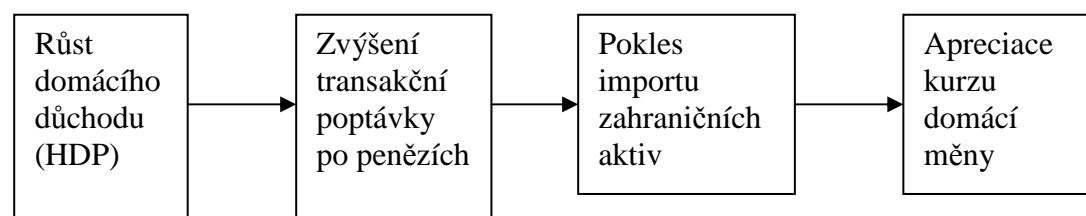
Monetární model pro dlouhé období s pružnými cenami vychází ze dvou základních předpokladů:

- Vývoj cenové hladiny v různých zemích odráží vývoj peněžní nabídky, transakční poptávky po penězích a spekulativní poptávky po penězích v těchto zemích
- Poměr cenových hladin dvou zemí se podle absolutní verze parity kupní síly úzce vztahuje ke kurzu měn srovnávaných zemí.

Měnový kurz je determinován relativní cenou dvou měn a tyto relativní ceny jsou dány relativní poptávkou a nabídkou po těchto měnách. (3)



Obrázek 1 – Monetární přístup k měnovému kurzu, růst domácí úrokové sazby



Obrázek 2 – Monetární přístup k měnovému kurzu, růst domácího HDP

2.4.2 Dornbuschův dynamický přístup a možnosti přestřelování kurzů

Teorie přestřelování kurzů se soustřeďuje na krátkodobé efekty zvýšení peněžní zásoby a jejího vlivu na kurz. Všímá si skutečnosti, že bezprostředně po zvýšení peněžní zásoby se ceny pomalu odlepují, začínají se zvyšovat s určitým zpožděním. Díky pomalému cenovému přizpůsobení dochází ke zvýšení jak nominální, tak reálné peněžní zásoby. To má podstatný vliv pro úrokovou míru, která se následkem toho sníží. Teprve později, až se ceny plně přizpůsobí zvýšené peněžní zásobě, se reálná peněžní zásoba a úroková míra vrátí na původní úroveň.

Vzniká otázka, jaký vliv má peněžní expanze na devizový kurz. Pokud se investoři řídí racionálními očekáváními, vědí, že ceny se nakonec přizpůsobí v plné míře v závislosti na velikosti růstu peněžní zásoby a kurz domácí měny se musí znehodnotit v souladu parity kupních sil. Z tohoto důvodu investoři požadují vyšší úrokovou míru, aby tak došlo ke kompenzaci kursových ztrát při držbě domácí měny. Po peněžní expanzi se úroková míra naopak přechodně snižuje. Aby se mohla obnovit rovnováha na finančním trhu, musí se v tomto okamžiku kurz domácí měny přechodně znehodnotit více, než by odpovídalo v paritě kupních sil. Kurz domácí měny se znehodnocuje až do bodu, od kterého se dá očekávat jeho opětovné zhodnocení, které bude investorům kompenzovat ztráty z poklesu úrokové míry a z výsledného znehodnocení kurzu oproti období před peněžní expanzí. Kurz domácí měny svou depreciačí přestřelil svou novou dlouhodobou úroveň. (3)

2.5 Přístup založený na teorii portfolia

Tento přístup zdůrazňuje význam kapitálového účtu platební bilance pro determinaci devizového kurzu. Základní myšlenka vychází z nezastupitelnosti cenných papírů různých zemí. Pro preferenci cenných papírů jedné země před cennými papíry ostatních zemí je rozhodující výše úrokového diferenciálu a dále pak rozdílný stupeň rizika spojený s investováním v jednotlivých zemí oceněný rizikovou prémie. Riziková prémie je kladná, pokud jsou domácí aktiva považována za rizikovější než zahraniční a naopak. Riziková prémie umožňuje teoretické vysvětlení, proč se kurz nemění při existujícím kladném nebo záporném úrokovém diferenciálu, resp. Proč se kurz mění při stejných úrokových mírách doma a v zahraničí. (6)

2.6 Přístup založený na modelu trhu aktiv

Úloha budoucích očekávání při determinaci devizového kurzu je rozvinuta v modelu založeném na trhu aktiv. Podstata tohoto přístupu k determinaci devizového kurzu spočívá v tom, že měny jsou považovány za finanční aktiva a devizový kurz je potom relativní cenou dvou finančních aktiv. Devizové kurzy jsou tedy určovány obdobným způsobem jako ceny jiných aktiv, např. akcií, obligací, zlata nebo reálného majetku. Ceny těchto aktiv jsou ovlivňovány především tím, zda lidé chtějí tato aktiva vlastnit či nikoliv. Preference držby aktiv závisí zejména na očekávané hodnotě, resp. výnosnosti těchto aktiv v budoucnu. (6)

2.7 Shrnutí

V této kapitole jsem se zabývala teoretickými přístupy ke stanovování měnových kurzů. Nejprve jsem popsala teorii parity kupní síly a teorii parity úrokových sazeb. Dále jsem se věnovala platebně bilančnímu přístupu k měnovému kurzu a monetárnímu přístupu k měnovému kurzu. Potom jsem vysvětlila Dornbuschův dynamický přístup a možnosti přestřelování kurzů, přístup založený na teorii portfolia a nakonec přístup založený na modelu trhu aktiv.

3 Kapitálová mobilita

Mezinárodní pohyb kapitálu řadíme k mezinárodnímu pohybu výrobních faktorů, jehož prostřednictvím se uskutečňuje rostoucí vzájemná propojenost ekonomik a internacionalizace hospodářského života. Předmětem mezinárodního pohybu kapitálu jsou finanční instrumenty jako cenné papíry, půjčky a obchodní úvěry, ale i nefinanční instrumenty v podobě nákupů podniků v zahraničí jako výstavba firem, jejich rozšiřování apod.

3.1 Motivy mezinárodního pohybu kapitálu

Původním motivem mezinárodního pohybu kapitálu, resp. jeho vývozu, byl vznik přebytečného kapitálu v zemích, které se rozvinuly dříve a neměly možnost investovat ve své ekonomice. Dále to byla snaha získání monopolního postavení v těžbě surovin v málo vyspělých ekonomikách a snaha vyššího zhodnocení relativního přebytku kapitálu vyspělých ekonomik v zahraničí. Po druhé světové válce se však situace změnila, mnoho ekonomik jako Německo, Japonsko, Itálie či Francie bylo vyčerpáno válkou a trpělo absolutním nedostatkem kapitálu, další příčinou pak byla snaha ekonomik získávat surovinové zdroje a vnější zdroje pro urychlení tempa ekonomického růstu. V neposlední řadě je příčinou mezinárodního pohybu kapitálu také stále vyšší úroveň výrobních faktorů, která s sebou přináší potřebu vyšší koncentrace kapitálu, protože vnitřní zdroje nejsou mnohdy schopny zajistit jejich další rozvoj.

Motivy mezinárodního pohybu kapitálu tak můžeme shrnout do následujících bodů:

- dosahování vyšších zisků,
- preferenční postavení rozvojových států, kdy některé mají nižší resp. žádná cla,
- hledání odbytových trhů,
- překonávání překážek mezinárodního obchodu v podobě protekcionistických překážek,
- výhodnější ekonomické podmínky jako jsou nižší daně, nižší mzdové náklady, vyšší kvalifikace, infrastruktura, fiskální politika, velikost trhu, míra inflace, možnost přelévání zisku, apod.
- a aplikace vědeckotechnického pokroku. (8)

3.2 Formy mezinárodního pohybu kapitálu

Mezinárodní pohyb kapitálu můžeme analyzovat dle několika hledisek – z hlediska formy, z hlediska zúčastněných subjektů, z hlediska vlastnictví, charakteru umístění a z hlediska časového:

- podle formy rozlišujeme přímé zahraniční investice, portfoliové investice, ostatní investice, rezervy a kapitálové transfery,
- podle zúčastněných subjektů rozlišujeme kapitálové transakce centrálních bank, vlád, komerčních bank a ostatních subjektů,
- podle vlastnictví dělíme kapitál na soukromý, veřejný, kapitál mezinárodních institucí (Světové banky a IMF),
- podle charakteru umístění dělíme kapitál na kapitál zápůjční v podobě půjčky na nákup určitého statku a na kapitál podnikatelský, kdy vývozce získá možnost řídit zahraniční jednotku,
- podle času rozlišujeme kapitál krátkodobý (do jednoho roku), střednědobý (do pěti let) a dlouhodobý (nad pět let). (8)

3.3 Hledisko formy

3.3.1 Přímé zahraniční investice

Přímé zahraniční investice (Foreign Direct Investment, FDI) představují transakce mezi přímými investory a firmami, do kterých investice směřují, za účelem získání významného podílu na řízení podniku mimo rezidentní ekonomiku investora. Mají formu akciového kapitálu, reinvestovaných výnosů a kapitálových transakcí v rámci dané firmy. Nositeli této formy kapitálu jsou především nadnárodní společnosti.

3.3.2 Portfoliové investice

Portfoliové investice jsou transakce akcií a dluhopisů za účelem lepšího zhodnocení peněz než v reziduální ekonomice. Investor však nemá rozhodovací pravomoci a kontrolu nad subjektem, do kterého vložil své prostředky. Jsou to nákupy zahraničních dlouhodobých instrumentů, jako jsou obligace, depozitní certifikáty nebo hypoteční listy, nebo zahraniční majetkové cenné papíry.

3.3.3 Ostatní investice

Ostatní investice zahrnují obchodní úvěry, půjčky, hotovost, depozita či jiné závazky a pohledávky. Největší část těchto investic tvoří úvěry obchodního charakteru na financování nákupu a prodeje zboží a služeb, hypotéky nebo finanční leasing.

3.3.4 Rezervy

K rezervám řadíme zahraniční aktiva centrálních bank, jakými jsou monetární zlato, zvláštní práva čerpání, aktiva v zahraniční měně odrážející platby vyvolané platební nerovnováhou.

3.3.5 Kapitálové transfery

Zvláštním typem mezinárodního pohybu kapitálu jsou kapitálové transfery, což jsou kapitálové transakce bez protihodnoty a člení se na:

- Vládní transfery, jako je prominutí dluhu či investiční granty
- A ostatní transfery, kam řadíme transfery související s migrací obyvatelstva, prominutí soukromých dluhů, převody autorských práv a patentů apod. (8)

3.4 Ekonomické aspekty mezinárodního pohybu kapitálu

V důsledku mezinárodního pohybu kapitálu dochází k následujícím ekonomickým aspektům:

- dochází k vyrovnávání výnosů kapitálu,
- roste celkový objem světové produkce, zvyšuje se efektivní alokace zdrojů,
- a dojde ke krátkodobému dopadu na platební bilanci, kdy investující země vykazuje zhoršení vyššími zahraničními výdaji a příjmací země vykazuje zlepšení.

3.4.1 Přínosy mezinárodního pohybu kapitálu

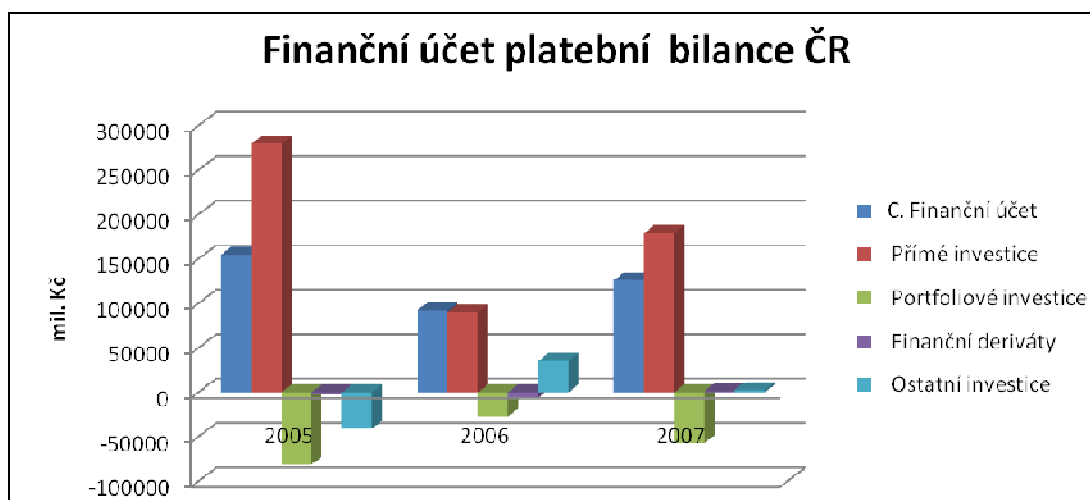
Mezi přínosy mezinárodního kapitálu řadíme efektivnější celosvětovou alokaci úspor, neboť kapitálové zdroje plynou do oblastí, kde mohou být nejproduktivněji využity. Dalším přínosem může být růst objemů potenciálních investičních zdrojů, které jsou východiskem pro rychlejší ekonomický růst. Snadnější přístup domácích subjektů na zahraniční kapitálové trhy a příliv nových technologií je také podstatným kladem liberalizace tohoto pohybu.

3.4.2 Rizika mezinárodního pohybu kapitálu

Příliv kapitálu je však spojen také s řadou rizik. K takovýmto rizikům mezinárodního pohybu kapitálu patří finanční a měnové krize. S tímto rizikem je spojena setrvačnost pohybu kapitálu, jeho opožděná reakce, kdy nositelé hospodářské politiky nejsou schopni reagovat, čímž dochází k odlivům zahraničního kapitálu, panice a rozšiřování krizí i do zdravých ekonomik. Tento odliv kapitálu může mít pro ekonomiku negativní důsledky, protože pokud tento kapitál sloužil k financování domácích investic, vede tak k poklesu poptávky a ve svém důsledku pak k recesi. (8)

3.5 Finanční účet platební bilance ČR

Na finančním účtu platební bilance dosáhl v roce 2007 čistý příliv zahraničních zdrojů 104,5 mld. Kč, což v porovnání s rokem 2006 představuje téměř shodnou úroveň. Meziročně se zvýšil čistý příliv přímých zahraničních investic. Salda toků portfoliových investic a ostatních investic skončila pasivem. V meziročním srovnání došlo u těchto položek k nárůstu čistého odlivu zdrojů do zahraničí.



Graf 1 - Finanční účet platební bilance ČR¹

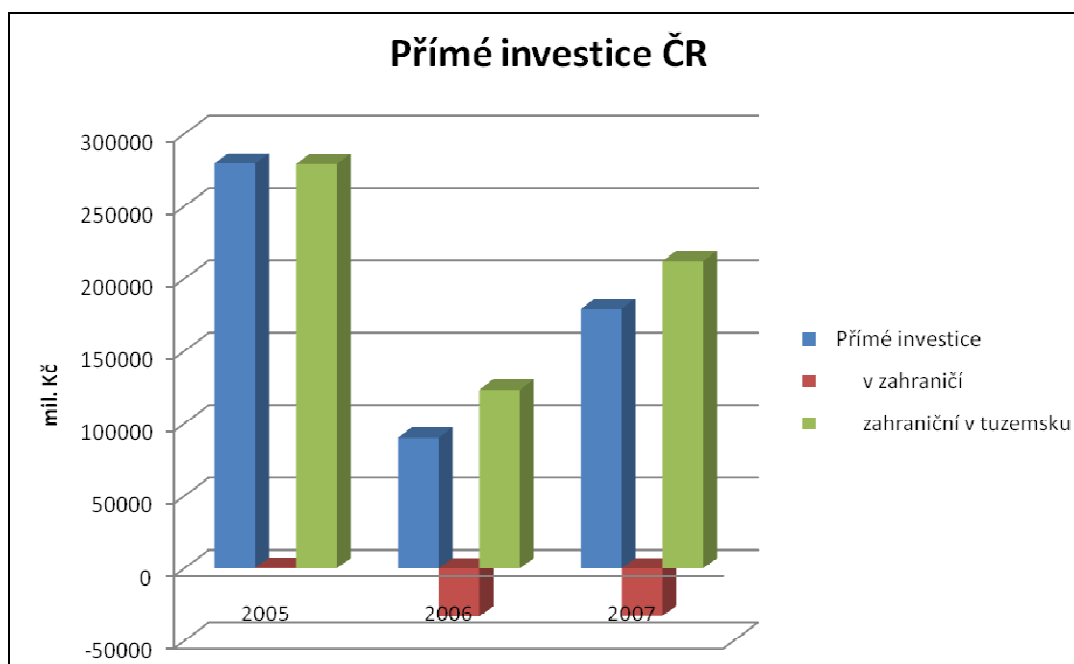
3.5.1 Přímé zahraniční investice

České přímé investice v zahraničí

Tuzemské investice v zahraničí v roce 2007 meziročně poklesly o 18,3 % a jejich objem dosáhl celkem 27,1 mld. Kč. Investice do základního kapitálu činily 5,6 mld. Kč a objem reinvestovaného zisku dosáhl podle předběžných údajů 10,5 mld. Kč. Zvýšil se

¹ Zdroj: platební bilance ČR 2007 (19), vlastní výpočty

objem úvěrů poskytnutých v rámci přímé investice na 11,1 mld. Kč. Investice směřovaly především do odvětví výroby elektřiny, plynu a vody (41,2 %), odvětví nemovitostí a služeb pro podniky (29,6 %) a odvětví obchodu a oprav (13,8 %). Zvýšilo se zastoupení zpracovatelského průmyslu v důsledku investic do odvětví dřevařského průmyslu včetně výroby papíru, vydavatelství a tisku, a výroby elektrických strojů a přístrojů. Investice do ostatních odvětví nebyly tak významné, případně měly charakter dezinvestice. Z hlediska teritoriálního členění byly největší investice realizovány v Gruzii, Polsku, Nizozemí a na Slovensku. (19)



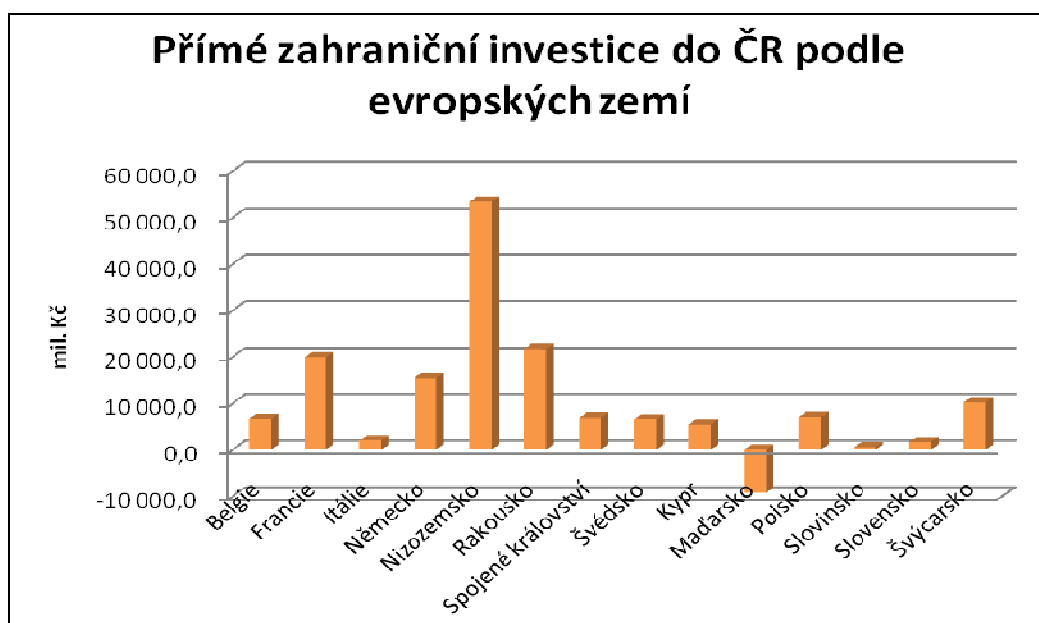
Graf 2 - Přímé zahraniční investice ČR²

Přímé zahraniční investice v ČR

Příliv přímých zahraničních investic do České republiky se meziročně zvýšil a dosáhl 185,3 mld. Kč. K tomu přispěl zejména růst reinvestovaných zisků na 130,6 mld. Kč. Investice do základního kapitálu dosáhly 57,5 mld. Kč a byly realizovány zejména formou navyšování majetkových účastí stávajících společností se zahraniční účastí, dále vznikem nových podniků a to jak formou akvizic, tak formou investic na zelené louce. Oproti roku 2006 se snížily investice do oblasti moderních technologií a servisních center a převažovaly projekty na rozšíření výrobních kapacit. Příjmy z privatizace státních majetkových účastí byly v roce 2007 zanedbatelné. Ve vývoji toků ostatního kapitálu v rámci přímé investice převažovalo čisté splácení úvěrů tuzemským dceřiným firmám, které byly poskytnuty zahraničním mateřským společnostem v předchozích

² Zdroj: platební bilance ČR 2007 (19), vlastní výpočty

letech. Poměr přímých zahraničních investic k HDP se v roce 2007 zvýšil na 5,2 %. Největší objem přímých zahraničních investic (52,8 %) směřoval do sektoru služeb, 42,2 % absorboval zpracovatelský průmysl a zbývajících 5 % bylo investováno v prvovýrobě. Z odvětví zaujímal rozhodující postavení investice do nemovitostí a služeb pro podniky (22,1 %), finančního zprostředkování (20,3 %), výroby motorových vozidel (14,2 %) a obchodu a oprav (7,9 %). Podle sídla zahraničního investora připlynuly nejvíce investice z Nizozemí (28,8 %), Lucemburska (12,9 %), Rakouska (11,7 %) a Německa (8,3 %). Investice ze zemí Evropské unie se na celkovém objemu podílely 87,8 %.(19)



Graf 3 - Přímé zahraniční investice do ČR podle evropských zemí³

3.5.2 Portfoliové investice

U portfoliových investic se meziročně zvýšil čistý odliv zdrojů na 53,2 mld. Kč. Vzrostl zájem českých investorů o zahraniční majetkové i dluhové instrumenty. Zahraniční investoři nakupovali dluhové cenné papíry emitované českými subjekty na tuzemském trhu i v zahraničí. U aktiv došlo k odlivu zdrojů do zahraničí ve výši 94,6 mld. Kč. Cca 65 % naplňovaly investice do zahraničních majetkových cenných papírů, 35 % investovali rezidenti do dluhopisů. Příliv zahraničního kapitálu formou portfoliových investic dosáhl částky 41,4 mld. Kč. Zájem zahraničních investorů směřoval zejména do tuzemských korunových dluhopisů a rovněž do dluhopisů emitovaných rezidenty na

³ Zdroj: platební bilance ČR 2007, vlastní výpočty

zahraničních trzích. Naopak investice do českých akcií a podílových listů se snížily.
(19)

3.6 Shrnutí

V této kapitole jsem se věnovala kapitálové mobilitě obecně, dále motivům kapitálové mobility a různým formám pohybu kapitálu. Více jsem se zaměřila i na přímé zahraniční investice a portfoliové investice. Také jsem popsala, jaké jsou výhody a rizika zahraničního pohybu kapitálu. Nakonec jsem na finančním účtu platební bilance České Republiky ukázala, jaký mají přímé zahraniční investice a portfoliové investice podíl na finančním účtu platební bilance a ze kterých zemí do České Republiky proudí nejvíce přímých zahraničních investic.

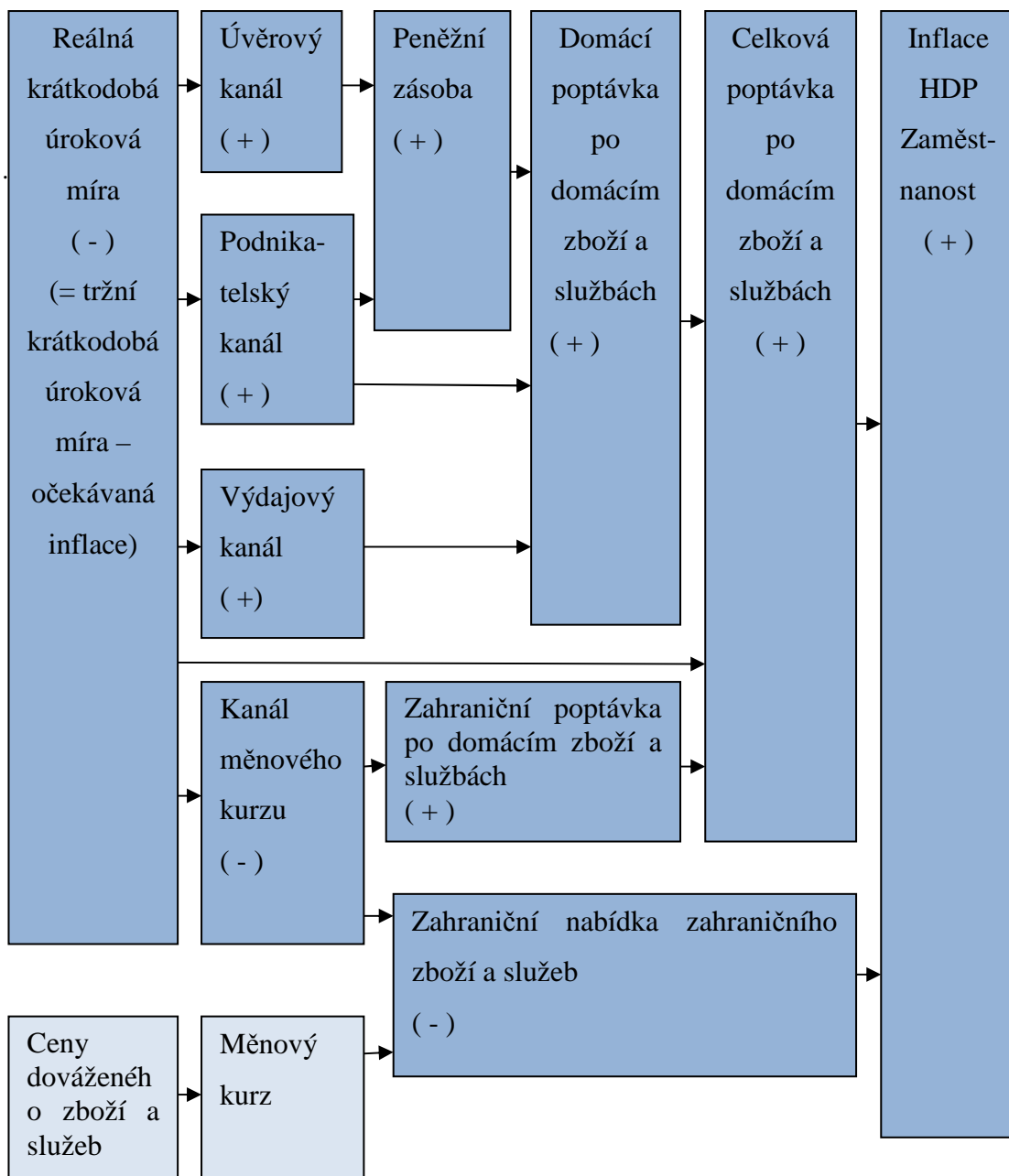
4 Transmisní mechanismus monetární politiky

Transmisní mechanismus měnové politiky je řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení operativního cíle, tj. tržní krátkodobé úrokové míry, vedly k žádoucím změnám inflace, případně také k žádoucím změnám v HDP a v zaměstnanosti. Na počátku transmisního mechanismu je tedy změna nastavení operačního cíle. Tato změna vede ke změně chování zprostředkujících trhů, na něž má nastavení operačního cíle přímý vliv. Změna chování těchto trhů pak přes nejrůznější další zprostředkující trhy vede ke změnám na cílových trzích, jejichž cenový vývoj chce centrální banka ovlivnit. Transmisní mechanismus působí paralelně více cestami, tzv. kanály. Úrokové míry bývají přirovnávány k plynovému a brzdovému pedálu. Pojem brzda – plyn je termín pro neobyčejně aktivní měnovou politiku. Snížení úrokových měr se považuje za sešlápnutí plynového pedálu. Naopak zvýšení úrokových měr bývá přirovnáváno k sešlápnutí brzdy. (12)

4.1 Kanály měnové politiky

Existují čtyři základní kanály měnové politiky, a to úvěrový kanál, podnikatelský kanál, výdajový kanál a kanál měnového kurzu. První tři kanály, tj. úvěrový, podnikatelský a výdajový, mají dopad na domácí poptávku po domácím zboží a službách. Přitom první kanál a částečně podnikatelský kanál působí nepřímě přes peněžní zásobu a výdajový kanál a částečně podnikatelský kanál působí přímo.

Na následujícím obrázku je znaménky plus a minus označeno působení transmise v případě skokového snížení tržních krátkodobých úrokových měr při nezměněné očekávané inflaci, tj. při skokovém snížení reálné krátkodobé úrokové míry. V případě zvýšení tržních krátkodobých úrokových měr transmise funguje s opačnými znaménky. Vše se týká dopadu snížení tržních krátkodobých úrokových měr za jinak konstantních ostatních faktorů, které také ovlivňují inflaci. Musíme také předpokládat nezměněnou fiskální politiku. (12)



Obrázek 3 - Transmisní mechanismus monetární politiky⁴

4.1.1 Úvěrový kanál

Úvěrový kanál je kanálem nabídky úvěrů ze strany bank a poptávky po úvěrech ze strany klientů (domácností a podniků). Domácnosti se rozhodují, zda si vzít spotřební úvěr, hypoteční úvěr, apod. Podniky se například rozhodují, zda si vzít úvěr na rozvoj podnikání. Banky posuzují žádosti o úvěr a rozhodnutí o poskytnutí či neposkytnutí úvěru učiní na základě předpokládané schopnosti klienta úvěr splatit. Přitom vezmou

⁴ Zdroj: Revenda Zbyněk. Centrální bankovníctví. Praha: Management Press, 2001. (12)

v úvahu předpokládaný vývoj ekonomiky, například pokles, stagnaci či růst cestovního ruchu. Tímto kanálem dochází k růstu, stagnaci či poklesu objemu úvěrů, tj. peněžní zásoby. Peněžní zásoba má v dlouhodobém horizontu nesporný vliv na inflaci. Platí, že v dlouhodobém horizontu je inflace úměrná růstu peněžní zásoby. V krátkodobém horizontu tato závislost nemusí platit. Například přestože v některých zemích peněžní zásoba roste, existuje zde deflace.

Snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje zvýšený zájem o úvěry ze strany domácností a podniků, což zvyšuje peněžní zásobu a potažmo domácí poptávku po domácím zboží a následně zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost. Věřitelé jsou méně přísní v poskytování úvěrů v dobách, kdy se úrokové míry snižují, neboť nižší úrokové míry spojují s nižším rizikem selhání dlužníků. Zvýšený objem úvěrů je částečně určen k financování dodatečné spotřeby. (12)

4.1.2 Podnikatelský kanál

Podnikatelský kanál je kanálem zvýšení či snížení podnikatelské aktivity. Podnikatelská aktivita působí na domácí poptávku jak přímo, tak nepřímo prostřednictvím peněžní zásoby. Snížení tržní úrokové míry způsobuje zvýšenou podnikatelskou aktivitu, která přímo či nepřímo zvyšuje domácí poptávku po domácím zboží a službách, a poté zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost. (12)

4.1.3 Výdajový kanál

Výdajový kanál je kanálem preference výdajů či spoření domácností a podniků. Jak známo, spořivost neovlivňuje velikost peněžních agregátů, ale pouze rychlost oběhu peněz. Pokud domácnosti a podniky více utrácí za zboží a služby, potom se při konstantní peněžní zásobě podle rovnice výměny zvyšuje rychlost oběhu peněz. Pokud se ve stejném poměru zvyšuje objem vyrobené produkce, potom se cenová úroveň nemění. Pokud se však objem vyrobené produkce zvyšuje pomaleji než rychlost oběhu peněz, potom se zvyšuje cenová hladina. Domácnosti a podniky se stále rozhodují, kolik svého bohatství budou držet v peněžní formě a kolik v nepeněžní formě. Rozhodnou-li se držet méně peněz, potom se zvýší výdaje.

Snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje preferenci výdajů na úkor spoření, což se přímo projeví ve zvýšené domácí poptávce po domácím zboží a službách, a proto zvyšuje inflaci, HDP a zaměstnanost. Když se lidé méně bojí o práci, více utrácí. Podporuje se chuť lidí utrácet a ochota podniků investovat. Snížení spořivosti

představuje neodkládání spotřeby domácností ze současnosti do budoucnosti. Každá ekonomika stojí ve velké míře na spotřebních výdajích.

Výdaje jsou také ovlivněny efektem bohatství, tj. cenami aktiv. Obecně nižší úrokové míry zvyšují hodnotu aktiv a vyšší bohatství vede ke zvýšení výdajů. Tržní hodnota dluhových cenných papírů se mění přesně nepřímo úměrně s úrokovými mírami, tj. snížení úrokových měr zvyšuje tržní hodnotu dluhových cenných papírů a naopak podle přesných rovnic. Za jinak stejných podmínek (zejména inflačních očekávání) nižší úrokové míry také zvyšují ceny akcií (nikoli však podle exaktních matematických vztahů). Je to z toho důvodu, že budoucí očekávané peněžní toky jsou diskontovány nižšími diskontními faktory, takže současná hodnota jakýchkoli budoucích peněžních toků se zvyšuje. Navíc při nízkých úrokových mírách akcie někdy bývají atraktivnější než dluhové cenné papíry. Ceny akcií mají tendenci růst. Vyšší ceny akcií způsobují, že podniky emitují více akcií. (12)

4.1.4 Kanál měnového kurzu

Kanál měnového kurzu působí tak, že změna krátkodobých úrokových měr centrální bankou působí na měnový kurz, a to zejména prostřednictvím toků kapitálu v rámci finančního účtu platební bilance, které jsou relací na změnu rozdílu domácích a zahraničních úrokových měr. Snížení tržních krátkodobých úrokových měr domácí měny vede k okamžitému odlivu spekulativního kapitálu do zahraničí, domácí měna se stává méně atraktivní, což vyvíjí tlak na oslabení (depreciaci) domácí měny. Naopak zvýšení tržních krátkodobých úrokových měr domácí měny vede k přílivu ze zahraničí, domácí měna se stává více atraktivní, což vyvíjí tlak na posílení (apreciaci) domácí měny.

Oslabená domácí měna následkem snížení tržních krátkodobých úrokových měr působí na inflaci, HDP a zaměstnanost dvěma cestami:

- Okamžitě se zvýší ceny dováženého zboží a služeb, snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje okamžité oslabení domácí měny, což ihned zvyšuje inflaci.
- Postupně se mění zahraniční poptávka po domácím zboží a službách, a také se postupně mění zahraniční nabídka zahraničního zboží a služeb, ceny vyváženého domácího zboží a služeb se v zahraničí snižují, a naopak ceny dováženého zboží a služeb ze zahraničí se zvyšují, poptávka po domácím zboží

a službách se v zahraničí zvyšuje a lidé v zahraničí kupují více domácího zboží a služeb, podobně lidé v dané zemi kupují méně dováženého zboží a služeb a více domácího zboží a služeb, vývoz se zvyšuje a dovoz se snižuje, v režimu proměnlivých měnových kurzů snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje okamžité oslabení domácí měny, což se projeví jednak ve zvýšené zahraniční poptávce po domácím zboží a službách a jedna ve snížené zahraniční nabídce zahraničního zboží a služeb, poté dochází ke zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti. (12)

4.1.5 Jiné vlivy na inflaci, HDP a nezaměstnanost

Ceny dováženého zboží a služeb v cizích měnách:

Zvýšení cen dováženého zboží a služeb v cizích měnách se projeví jednak ve zvýšené zahraniční poptávce po domácím zboží a službách a jednak ve snížené zahraniční nabídce zahraničního zboží a služeb, poté dochází ke zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti.

Změna měnového kurzu způsobená jinými faktory než změnou tržní krátkodobé úrokové míry:

Oslabení domácí měny se projeví jednak ve zvýšené zahraniční poptávce po domácím zboží a službách a jednak ve snížené zahraniční nabídce zahraničního zboží a služeb, poté dochází ke zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti.

Všechny tyto kanály mají stejnosměrný vliv na celkovou poptávku po domácím zboží a službách a stejný dopad na inflaci, HDP a zaměstnanost. Názory na význam jednotlivých kanálů měnového transmisního mechanismu nejsou jednotné. Dále ve velikosti a v časování těchto dopadů existuje velká nejistota. Zpoždění a zpětné vazby ztěžují úsilí po zmapování všech souvislostí. Navíc u žádného kanálu není stoprocentní korelace s konečným cílem měnové politiky, tj. s inflací. (12)

4.2 Přenos na ostatní tržní úrokové míry

Změna tržní úrokové míry se okamžitě přenáší na ostatní tržní úrokové míry a dlouhodobé úrokové míry mezibankovního trhu. S tím, jak se nově ukotví jeden bod výnosové křivky (odpovídající dané splatnosti, např. jednomu dnu či dvěma týdňům),

změní se celá výnosová křivka. Banky totiž okamžitě korigují své úrokové míry mezibankovního trhu.

Změna jedné tržní krátkodobé úrokové míry o určitou hodnotu (např. o 0,25%) neznamená změnu ostatních tržních úrokových měr o stejnou hodnotu. Dokonce ani nemusí znamenat změnu dlouhodobých úrokových měr ve stejném směru (tj. změna může být i opačná. Důvody mohou být následující:

- Pokud trh očekává snížení krátkodobých úrokových měr centrální bankou, ještě před vlastní akcí centrální banky dochází k snížení tržních dlouhodobých úrokových měr, potom vlastní akt snížení určité tržní krátkodobé úrokové míry znamená podstatně mírnější dodatečný posun, než činí změna tržní krátkodobé úrokové míry.
- Dlouhodobé úrokové míry jsou ovlivněny také očekávanými budoucími krátkodobými úrokovými mírami. Silně rostoucí výnosová křivka (tj. dlouhodobé úrokové míry jsou vyšší než krátkodobé úrokové míry) může být signálem, že měnová politika se stala příliš expanzivní, naopak klesající (inverzní) výnosová křivka (krátkodobé úrokové míry jsou vyšší než dlouhodobé úrokové míry) může signalizovat, že měnová politika je příliš restriktivní. Pokud snížení tržní krátkodobé úrokové míry je spojeno s očekáváním budoucího značného zvýšení úrokových měr, dlouhodobé úrokové míry mohou i vzrůst. Znamená to, že dopad na dlouhodobé úrokové míry také závisí na změně inflačního očekávání.
- Dlouhodobé úrokové míry jsou ovlivněny dalšími vlivy, jako je nejistota o budoucích úrokových mírách, tak rostoucí výnosová křivka nemusí pouze indikovat, že došlo ke změně na příliš expanzivní politiku, ale také, že účastníci trhu mají více nejistoty o budoucím vývoji úrokových měr, jinými slovy, prémie za likviditu zabudovaná do dlouhodobých úrokových měr se zvýšila. (12)

4.3 Řízení úrokových sazeb centrálními bankami

Za účelem plnění svých cílů mají centrální banky k dispozici soubor nástrojů měnové politiky, mezi základní patří operace na volném trhu, stálé facility a minimální rezervy.

4.3.1 Operace na volném trhu

Cílem operací na volném trhu je usměrňovat vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Operace na volném trhu jsou většinou prováděny ve formě repo operací (na základě dohod o zajištění peněžité pohledávky převodem dlužných cenných papírů). Z hlediska cíle a pravidelnosti lze operace na volném trhu rozdělit následovně:

Hlavní měnový nástroj má podobu repo operací prováděných formou tendrů. Při repo operacích centrální banka přijímá od ostatních komerčních bank přebytečnou likviditu a bankám předává jako kolaterál dohodnuté cenné papíry. Obě strany se zároveň zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž centrální banka jako dlužník vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí centrální bance poskytnutý kolaterál. Základní doba trvání těchto operací je stanovena na 14 dní, proto je z hlediska měnové politiky chápána jako klíčová dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba). V závislosti na predikci vývoje likvidity bankovního sektoru jsou čas od času prováděny i repo operace s dobou splatnosti kratší než 14 dní. Vzhledem k systémovému přebytku likvidity v bankovním sektoru slouží v současné době repo tendry pouze k odčerpávání likvidity. (18)

4.3.2 Stálé facility

Stálé facility slouží k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc (O/N). Protože se z hlediska bank jedná o permanentní možnost uložení resp. zapůjčení peněz, vytvářejí úrokové sazby uplatňované u těchto dvou facility koridor, v němž se pohybují krátkodobé sazby na peněžním trhu (a také dvoutýdenní repo sazba).

Depozitní facility poskytuje bankám možnost uložit přes noc u centrální banky bez zajištění svou přebytečnou likviditu. Tato sazba proto zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Marginální zápůjční facility poskytuje bankám možnost vypůjčit si přes noc od centrální banky formou repo operace likviditu. Tato facility je bankami využívána minimálně. Tato sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. (18)

4.3.3 Česká Republika

4.3.3.1 Diskontní sazba

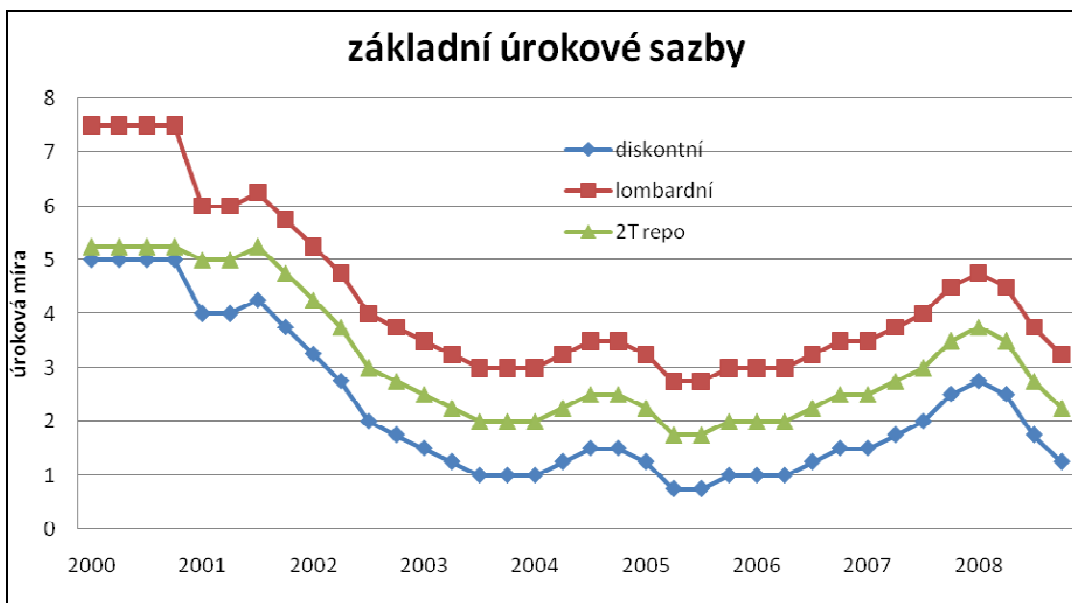
Je vlastně úrok z diskontního úvěru. Banky totiž mají možnost uložit přes noc u ČNB bez zajištění svoji přebytečnou likviditu, když o to požádají 15 minut před uzávěrkou účetního dne v Zúčtovacím centru ČNB. Minimální objem je 300 mil. Kč a dále celé násobky 100 mil. Kč. Takto uložená depozita jsou úročena diskontní sazbou, která proto obvykle představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Touto sazbou tedy ČNB ovlivňuje zprostředkovaně měnovou bázi.

4.3.3.2 Lombardní sazba

Je úrok z lombardního úvěru. Tento typ úvěru je poskytován centrální bankou komerčním bankám proti zajištění zástavou cenných papírů. Banky si můžou přes noc od ČNB vypůjčit formou repo operace likviditu. Musí však o to požádat nejpozději 25 minut před uzávěrkou účetního dne v Zúčtovacím centru ČNB. Minimální objem není stanoven. Finanční prostředky v rámci tohoto úvěru jsou úročeny lombardní sazbou. Lombardní sazba představuje horní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

4.3.3.3 Dvoutýdenní Repo sazba

Repo operace jsou hlavním měnovým nástrojem ČNB, kterým ovlivňují množství peněz v ekonomice (měnové báze). Banka stahuje měnu z oběhu prodejem svým cenných papírů (nebo pokladničních poukázek) a naopak ji do oběhu uvolňuje nákupem stejných cenných papírů. Obě strany se při této operaci zavazují, že po uplynutí doby splatnosti, ČNB vrátí věřitelské bance zapůjčenou jistinu, která je zvýšená o dohodnutý úrok a věřitelská banka zase vrátí ČNB její cenné papíry. Základní doba těchto operací je 14 dní. Vyhlášená repo sazba slouží jako maximální limitní sazba, za kterou mohou být banky při repo operacích uspokojovány. (18)

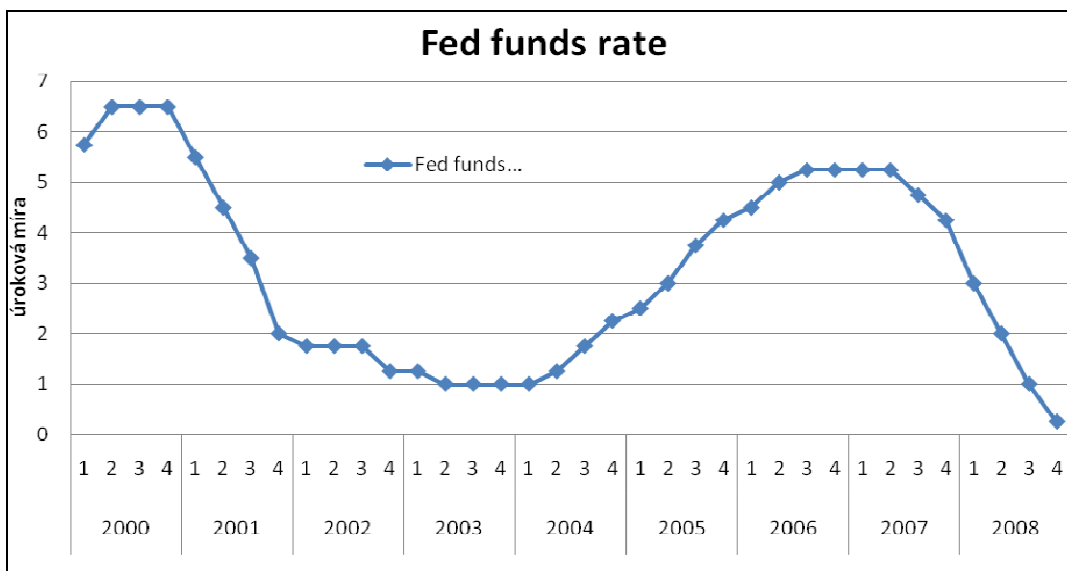


Graf 4 - úrokové sazby ČNB⁵

4.3.4 Spojené Státy Americké

4.3.4.1 Fed funds rate

Je základním nástrojem pro provádění měnové politiky. Je specifikován Federal Open Market Committee (FOMC). Nástroj ovlivňuje požadované množství zásob nebo požadovanou cenu (Fed funds rate). Fed funds rate je úroková sazba, při které si depozitní instituce půjčují peněžní prostředky navzájem přes noc. (22)



Graf 5 - Fed funds rate⁶

⁵ Zdroj: ČNB (18), vlastní výpočty

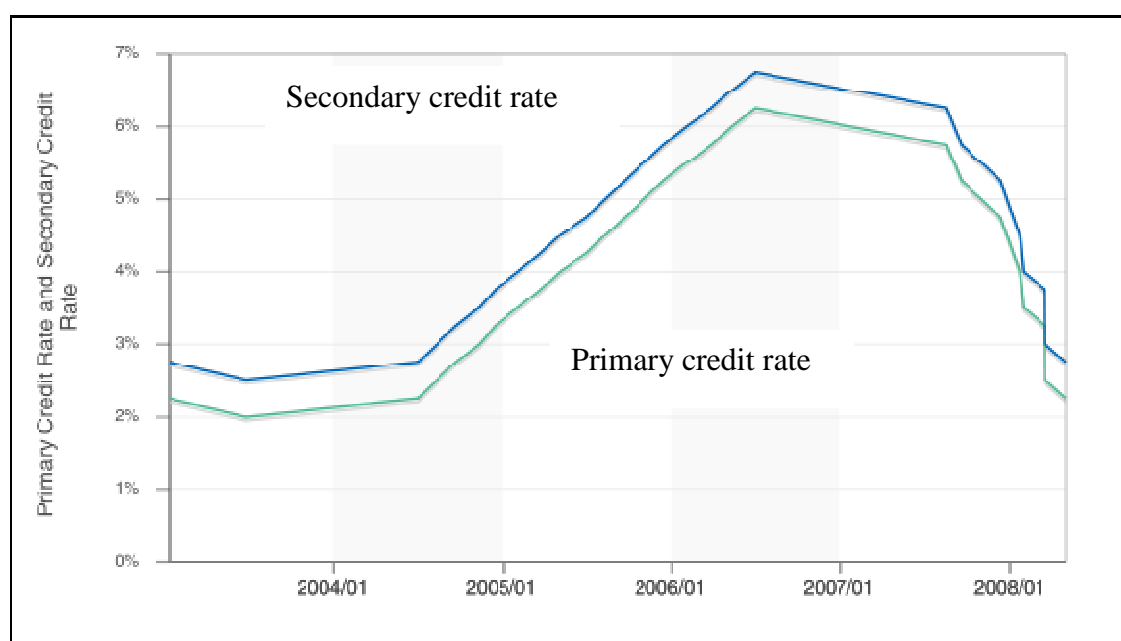
⁶ Zdroj: Fed (22), vlastní výpočty

4.3.4.2 Discount rate

Diskontní sazba je úroková sazba účtovaná komerčními bankami a ostatními institucemi za depozitní úvěry, kterou dostávají od Federální rezervní banky. Všechny úvěry jsou plně zajištěny. The Federal Reserve Banks nabízejí tři diskontní programy depozitních institucí: primary credit, secondary credit, a seasonal credit.

Podle programu primary credit jsou půjčky poskytovány na velmi krátkou dobu (obvykle přes noc) a to pouze depozitním institucím v dobré finanční kondici. Depozitní instituce, které nejsou způsobilé pro primary credit, mohou požádat o secondary credit, a to v případě, že mají problém s krátkodobou likviditou. Seasonal credit je určen pro velmi malé depozitní instituce, které mají opakující se sezónní výkyvy v potřebách finančních prostředků, jako jsou banky v zemědělských nebo rekreačních oblastech.

(22)



Graf 6 - Primary and Secondary Credit⁷

4.3.5 Eurozóna

4.3.5.1 Hlavní refinanční operace (Main refinancing operations)

Hlavní refinanční operace jsou pravidelné reverzní transakce k zajištění likvidity, jejichž četnost je jeden týden a splatnost do dvou týdnů. Tyto operace provádějí národní centrální banky na základě standardních nabídkových řízení. Hlavní refinanční operace

⁷ Zdroj: Fed (22)

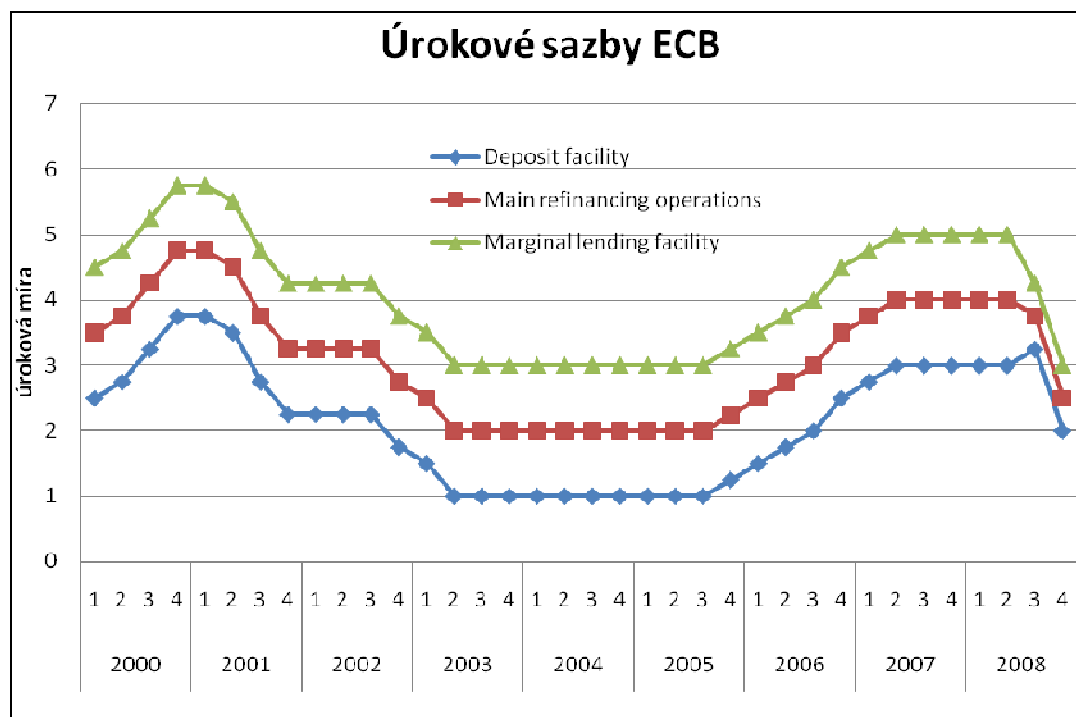
hrají při sledování cílů Euro systému na volném trhu stěžejní roli a jsou hlavním zdrojem refinancování finančního sektoru.

4.3.5.2 Mezní zápůjční facilitita (Marginal lending facility)

Protistrany mohou využít mezní zápůjční facilititu, aby proti způsobilým aktivům obdržely od národních centrálních bank jednodenní likviditu. Za obvyklých okolností neexistují žádná úvěrová či jiná omezení přístupu protistran k této facilitě, s výjimkou požadavku na poskytnutí dostatečných podkladových aktiv. Úroková sazba mezní zápůjční facility obvykle představuje horní hranici jednodenní tržní úrokové sazby.

4.3.5.3 Vkladová facilitita (Deposit facility)

Protistrany mohou rovněž využít vkladovou facilititu, aby tak mohly provádět jednodenní vklady u národních centrálních bank. Za obvyklých okolností neexistují žádná vkladová či jiná omezení přístupu protistran k této facilitě. Úroková sazba vkladové facility obvykle představuje spodní hranici jednodenní tržní úrokové sazby. (21)



Graf 7 - úrokové sazby ECB⁸

⁸ Zdroj: ECB (21), vlastní výpočty

4.4 Shrnutí

V této kapitole jsem se věnovala nejprve transmisnímu mechanismu monetární politiky, kde jsou popsány možnosti ovlivnění inflace, HDP a zaměstnanosti. Existují čtyři možné cesty, a to úvěrový, podnikatelský, výdajový a měnový kanál. V měnovém kanálu je popsáno, jak změna úrokové sazby může ovlivnit měnový kurz a toto se také v následujících kapitolách pokusí dokázat.

Další část této kapitoly se věnuje možnostem řízení úrokových sazeb centrálními bankami. Jako příklad jsem uvedla klíčové sazby centrálních bank v České Republice, Eurozóně a ve Spojených Státech Amerických.

5 Důvody ke změně úrokových sazeb centrálními bankami v roce 2008 a v prvním čtvrtletí 2009

5.1 První čtvrtletí 2008

Tyto tři měsíce byly ve znamení narůstajících nejistot ohledně dopadů finanční krize do reálné ekonomiky. Hlavními tématy se staly hloubka pravděpodobné recese americké ekonomiky, razantní snižování klíčových sazeb Federální rezervní bankou a globální inflační šok v podobě růstu cen potravin a ropy.

ECB nadále vyčkává a sazby ponechala na stávající úrovni (4 %).

Fed v uplynulých třech měsících snížil třikrát klíčovou úrokovou sazbu (celkově o 1,50 p. b.). Razantní přístup Fedu dokládá snížení sazeb o 0,75 p. b. uskutečněné 22. 1. na mimořádném zasedání FOMC.

Vývoj klíčových sazeb ve středoevropském regionu (Slovensko, Maďarsko, Polsko) se odehrával v poklidnějším duchu, když pouze **Národní Banka Polska** (NBP) zvýšila klíčovou sazbu dvakrát po sobě o 0,25 p. b. na 5,50 %. Zvýšení sazeb je reakcí na rostoucí míru inflace z titulu mzdově nákladových tlaků a obav ze sekundárních vlivů.

Bank of England v reakci na finanční krizi a na situaci v USA uvolnila klíčovou sazbu o 0,25 p. b., naproti tomu Riksbank (Švédská centrální banka) se vydala opačným směrem a zpřísnila svoji měnovou politiku. Rezervní Banka Nového Zélandu ponechala sazby beze změny a klíčová sazba je tak na stávající úrovni 8,25% od července 2007.
(20)

5.2 Druhé čtvrtletí 2008

Tyto tři měsíce byly ve znamení jen pomalu odeznívající finanční krize a pokračující společné akce některých centrálních bank při stále rostoucích cenách ropy a cenových výkyvech zemědělských komodit.

ECB ponechala i nadále sazbu na úrovni 4 %.

Fed pokračoval ve snižování úrokové sazby až na úroveň 2 %. Za motivy snižování jsou považovány slabá ekonomická aktivita, pokles na trhu nemovitostí a nadále přetrvávající napětí na finančních trzích.

Maďarská Národní Banka (MNB) třikrát po sobě zvyšovala sazby, celkově vzrostly o 1 p.b. na 8,50 %. Činila tak zejména v reakci na obavy z možných sekundárních dopadů

přetrvávající vysoké inflace a ve snaze předejít nárůstu inflačních očekávání. Na březnovém zasedání MNB zazněla obava z narůstající rizikové prémie aktiv denominovaných ve forintech a tento fakt přispěl k následnému zvýšení sazeb o 0,50 p.b. **Národní Banka Polska** zvýšila klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 5,75 % v reakci na rostoucí míru inflace z titulu mzdově nákladových tlaků a v obavách z přetrvání vysokých inflačních očekávání. (20)

5.3 Třetí čtvrtletí 2008

ECB v červenci zvýšila sazbu o 0,25 p.b. na 4,25% v obavě z možných sekundárních dopadů vyšší inflace způsobené zejména růstem cen potravin a energií a ve snaze udržet inflační očekávání ukotvená.

Fed ponechal svou klíčovou úrokovou sazbu na stávající úrovni 2%.

Národní Banka Polska zvýšila klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 6,00 % v reakci na rostoucí míru inflace z titulu mzdově nákladových tlaků a v obavách z přetrvání vysokých inflačních očekávání. MNB prozatím ukončila zpřísnování měnové politiky, tedy nenavázala na předchozí trojí zvyšování sazeb a ponechala svou klíčovou sazbu na úrovni 8,50 %. NBS rovněž ponechala sazby na stávající úrovni 4,25 % a vzhledem ke zvýšení sazby v eurozóně o 0,25 p.b. jsou nyní sazby v obou těchto měnových oblastech shodné.

Riksbank (centrální banka Švédska) v reakci na přetrvávající vysoké nákladové tlaky (ceny potravin, energií a mzdy), vyšší inflační očekávání a ve snaze navrátit ve střednědobém horizontu inflaci ke svému cíli zpřísnila klíčovou sazbu dvakrát za sebou o 0,25 p.b. na 4,75 %. Naproti tomu **Reservní Banka Nového Zélandu** snížila sazbu o 0,25 p.b. ve snaze předejít zpomalení ekonomického růstu na pozadí nepříznivých vyhlídek ekonomického růstu světové ekonomiky. **Bank of England** ponechala sazbu na nezměněné úrovni (5,00 %).(20)

5.4 Čtvrté čtvrtletí 2008

Tyto tři měsíce byly poznamenány eskalací finanční krize. Došlo k pádu některých významných finančních institucí a celosvětový finanční systém se jako celek silně otřásl. Finanční krize se dotýká čím dál více zemí a centrálních bank. Centrální banky v námi sledovaných zemích s výjimkou Maďarska v situaci vyhocení finanční krize

uvolňovaly svoji měnovou politiku, a to jak individuálně, tak i koordinovaně. Reagovaly tak na obavy z prudkého oslabení ekonomického růstu a na pokles inflace.

Evropská Centrální Banka v průběhu čtvrtletí snížila klíčovou sazbu o 1,75 p.b. na 2,50 %, z toho jednou na mimořádném zasedání (8.10.), na kterém bylo rozhodnuto společně s bankami zemí G10 (*Fed, Bank of Canada, Bank of England, Riksbank, Swiss National Bank*) o koordinovaném uvolnění měnové politiky snížením klíčových sazeb o 0,50 p.b. Tento krok byl zdůvodněn odezníváním inflačních tlaků jak z titulu poklesu cen komodit, tak zhoršujících se vyhlídek ekonomického růstu vlivem výrazně zesílených projevů finanční krize. Druhé snížení sazeb ECB počátkem listopadu o 0,50 p.b bylo komunikováno v podobném duchu na pozadí převážně stabilního cenového výhledu a aktuálně klesající míry inflace. Nová, intenzivnější fáze finanční krize přináší hlubší zpomalení poptávky v eurozóně i ve světové ekonomice, než se původně očekávalo a právě na výrazné zpomalení ekonomické aktivity ECB reagovala výrazným snížením sazeb o 0,75 p. b. i v prosinci.

Fed snížil svou klíčovou úrokovou sazbu dvakrát po sobě o 0,50 p.b. na 1 %. První snížení bylo součástí koordinované akce bank zemí G10. Druhé uvolnění měnové politiky reagovalo na dále se výrazně zhoršující vyhlídky ekonomické aktivity.

Národní Banka Polska snížila svou klíčovou sazbu o 0,25 p.b. na 5,75 % v reakci na zhoršující se výhled domácí ekonomiky zejména z důvodu zpomalující ekonomické aktivity v USA, eurozóně, Velké Británii a klesajících cen komodit i potravin. NBP ve svém rozhodnutí též vzala v potaz prohlubující se finanční krizi, z ní vyplývající nárůst nákladů refinancování a zhoršující se dostupnost úvěrů.

Národní Banka Slovenska následovala snížení úrokových sazeb v eurozóně, když snížila sazby o 1 p.b. na úroveň ECB ve výši 3,25 % z titulu synchronizace finančního prostředí Slovenska s Eurozónou, jejímž členem se Slovensko stane od začátku příštího roku. Z téhož důvodu se v této části Monitoringu věnujeme Slovensku v tomto čísle naposledy.

Maďarská Národní Banka sáhla v říjnu k výraznému zvýšení úrokových sazeb o 3 p.b. v reakci na neočekávanou skokovou depreciaci forintu (v období zásahu MNB byl forint historicky nejslabší k euru). MNB ponechala klíčovou sazbu beze změny na svém pravidelném zasedání (20.10), ale o dva dny později ve světle narůstajících nepříznivých okolností na měnovém trhu ji mimořádně zvýšila. Pro maďarskou ekonomiku silné znehodnocení měny mimo jiné znamená zvýšení nákladů

refinancování vnějšího dluhu a úvěrů v cizích měnách. Tyto problémy se s největší pravděpodobností projeví v recesi maďarské ekonomiky. K částečné korekci mimořádného zvýšení úrokové sazby došlo na listopadovém zasedání, na kterém MNB snížila své sazby o 0,50 p.b. v reakci na uklidnění situace na devizovém trhu, snížení očekávané míry inflace a ekonomického růstu v důsledku krizového vývoje maďarské ekonomiky.

Bank of England třikrát za sebou snížila svou klíčovou úrokovou sazbu. Nejprve o 0,50 p.b. při koordinovaném snižování centrálních bank a podruhé o 1,50 p.b. a v prosinci po třetí o 1,00 p.b. na 2 %. Druhé a třetí výrazné snížení sazeb nastalo v reakci na výrazně klesající výhled inflace v důsledku zhoršeného výhledu ekonomického růstu doma i v zahraničí a za přispění poklesu cen komodit. Podle listopadové Zprávy o inflaci existují rizika podstřelení inflačního cíle ve střednědobém horizontu. Navíc bankovní systém ve Velké Británii prošel v uplynulém čtvrtletí silnými otřesy, kdy BoE společně s vládou výrazně zasahovaly ve prospěch znovunastolení stability v tomto sektoru.

Reservní Banka Nového Zélandu uvolnila klíčovou úrokovou sazbu třikrát za sebou o 0,50 p.b., o 1,00 p.b. a o 1,50 p.b. na úroveň 5,00 % z titulu výrazně zhoršených vyhlídek domácího ekonomického růstu. Stalo se tak v reakci na pokračující finanční krizi (ztížená dostupnost úvěrů) a výrazně zhoršený výhled globálního ekonomického růstu. Měnová politika se tak díky kumulativnímu snížení sazeb dostává dle RBNZ do expanzivní pozice a měla by zabránit poklesu míry inflace pod inflační pásmo.

Riksbank (centrální banka Švédska) rovněž snižovala úrokové sazby třikrát za sebou, dvakrát o 0,50 p.b. a začátkem prosince o 1,75 na úroveň 2,00 %. Prosincové výrazné snížení klíčové sazby je reakcí na neočekávané a náhlé zhoršení ekonomické aktivity. Snižováním klíčové sazby Riksbank zamýšlí zmírnit dopady finanční krize na reálnou ekonomiku a udržet inflaci poblíž 2% inflačního cíle. (20)

5.5 První čtvrtletí 2009

Tyto tři měsíce se nesly v duchu pokračujícího snižování úrokových sazeb sledovaných centrálních bank, které tím reagovaly na obavy z prudkého oslabení ekonomického růstu a souvisejícího poklesu inflace. Slovensko k 1. lednu 2009 přijalo euro, čímž se stalo šestnáctým členem eurozóny.

Odezvy finanční krize jsou již patrné v reálné ekonomice a přinášejí výrazné zpomalení poptávky v eurozóně i ve světové ekonomice. **Evropská centrální banka** na negativní zprávy o slabé ekonomické aktivitě i slábnoucích domácích a zahraničních inflačních tlacích reagovala v lednu a v březnu snížením sazeb pokaždé o 0,50 p.b. na 1,50 %.

Fed snížil v lednu svou klíčovou úrokovou sazbu až k samému dnu, na netradiční rozpětí 0 - 0,25 %. K uvolnění měnové politiky došlo v reakci na dále se výrazně zhoršující vyhlídky ekonomické aktivity, klesající průmyslovou produkci i zaměstnanost. Přes snahu centrálních autorit dodávat likviditu a posilovat pozici finančních institucí zůstávají podmínky na úvěrovém trhu i nadále přísné. Ačkoliv Fedu nezůstal již žádný manévrovací prostor pro snižování sazeb, snaží se napomáhat ekonomice kvantitativním uvolňováním měnové politiky. Fed zřejmě i nadále hodlá pokračovat ve vykupování velkých objemů dluhů vládních agentur a odkupu cenných papírů krytých hypotékami, což se odráží již nějakou dobu v nárůstu jeho bilance. Navíc je rozhodnut nakupovat vládní dluhopisy, pokud uvidí, že tím docílí zlepšení podmínek na úvěrovém trhu.

Norges bank (Norská centrální Banka) snížila ve sledovaném období dvakrát za sebou svou klíčovou sazbu, nejprve o 1,75 p.b. a později ještě jednou o 0,50 p.b. na 2,50 %. Stalo se tak v reakci na neočekávaně rychlé zpomalování domácí ekonomiky, větší než očekávaný pokles inflace a souběh světových událostí (pokles cen ropy a prudké snižování klíčových sazeb významných zahraničních centrálních bank). Pro prosincové rozhodování byla slabší úroveň norské koruny důležitým proinflační faktorem zmírňujícím protiinflační domácí i zahraniční tlaky. Výrazné snížení sazeb odráželo dle vyjádření NB rizika výrazného propadu norské ekonomiky při zmírněných rizicích nepříznivého inflačního vývoje.

Maďarská Národní Banka pokračovala v nastoupeném trendu z listopadového měnověpolitického zasedání a třikrát snížila své sazby po 0,50 p.b., v souhrnu tedy o 1,5 p.b. Ke snižování klíčové sazby vedly zejména zhoršující se výhled maďarské ekonomiky a rizika poklesu inflace pod 3% inflační cíl. I přes zlepšené podmínky mezinárodního financování čelí maďarská ekonomika skepsi ze strany zahraničních investorů.

Národní Banka Polska snížila klíčovou úrokovou sazbu v souhrnu o 1,75 p.b. Výrazně zhoršený výhled hlavních obchodních partnerů spolu s rychlejším než očekávaným poklesem inflace přiměl NBP ke snižování úrokových sazeb. Inflace bude nadále klesat

vlivem ochabující domácí ekonomické aktivity a s tím souvisejícího poklesu poptávky po práci a snižujícího se tlaku na růst mezd. Maďarská i polská ekonomika rovněž bojují s oslabováním svých měn. V Polsku navíc nemusí oslabující měna nutně znamenat pozitivní vliv na finanční výsledky exportérů vlivem jejich zajištění na silnějších úrovních zlatého, které dosahuje značného rozsahu.

Bank of England pokračovala v uplynulých měsících v uvolňování měnové politiky a třikrát za sebou snížila svou klíčovou úrokovou sazbu o 0,50 p.b. na úroveň 0,50 %. Snižováním sazeb reagovala na výrazně klesající prognózu inflace v důsledku velmi nepříznivého výhledu ekonomického růstu doma i v zahraničí. BoE připustila, že očekává ve druhé polovině tohoto roku pokles inflace pod 2% inflační cíl. V ekonomice přetrvávají přísné úvěrové podmínky pro firmy i domácnosti. Finanční systém zůstává i nadále citlivý na negativní zprávy, a to i přes přijatá opatření centrálních autorit na podporu stability finančního systému Velké Británie. Na březnovém zasedání bylo oznámeno rozhodnutí o provádění odkupu aktiv komerčního sektoru k podpoře nabídky peněz a úvěrů.

Výrazné únorové snížení klíčové úrokové sazby o 1,00 p.b. na úroveň 1,00 % bylo výsledkem jednomyslného rozhodnutí výkonné rady **Riksbank (centrální banka Švédska)**. Tímto snížením reagovala Riksbank na silnější než v prosinci očekávané zhoršení ekonomické aktivity z titulu poklesu intenzity zahraničního obchodu. Globální oslabení ekonomické výkonnosti přitom dále snižovalo ceny ropy, což rovněž přispívalo k poklesu inflace.

Rezervní Banka Nového Zélandu navázala na předchozí rozhodnutí a opětovně uvolnila klíčovou úrokovou sazbu o 1,50 p.b. na úroveň 3,50 %. Stalo se tak z důvodu výrazně zhoršených vyhlídek domácího i zahraničního ekonomického růstu. Měnová politika byla od července 2008 postupně uvolňována, v souhrnu byly sazby sníženy o 4,75 p.b. (20)

5.6 Shrnutí

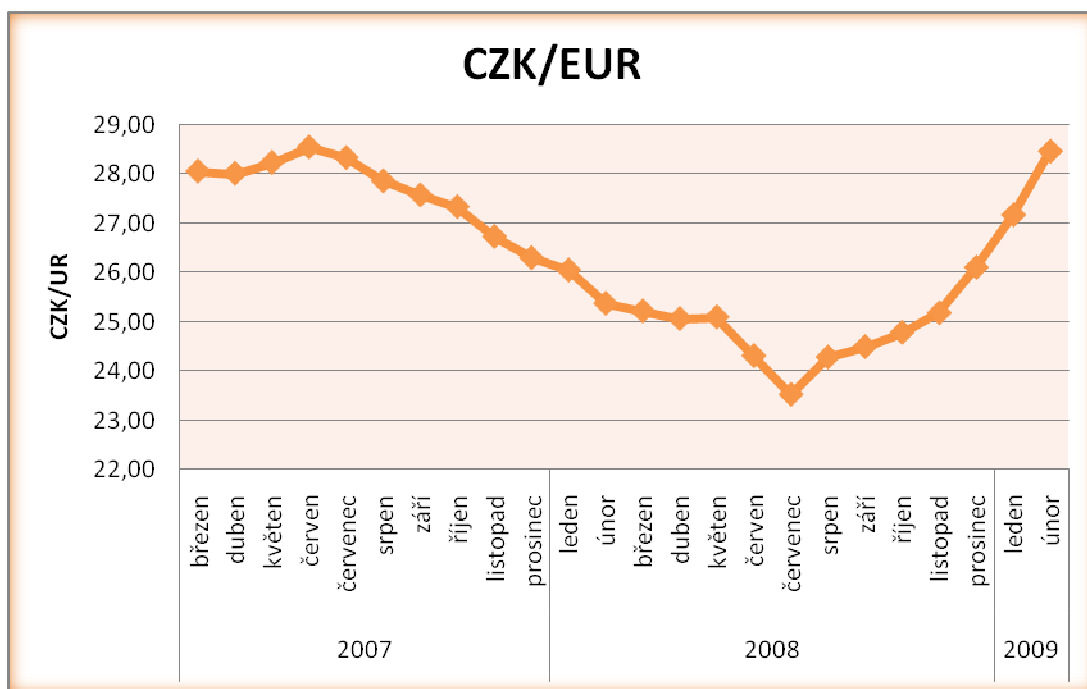
V této kapitole jsem popsala, jaké důvody v praxi vedly centrální banky ke změně úrokové sazby. Nejčastěji to byla vysoká nebo naopak velmi nízká inflace, přílišné posilování nebo oslabování domácí měny nebo pokles ekonomického růstu. Uvedla jsem příklady ze Spojených Států Amerických, Eurozóny, Maďarska, Slovenska, Polska, Švédska, Nového Zélandu, Norska a Velké Británie.

6 Vztah měnových kurzů a diferenciálů úrokových měr u vybraných zemí

V této kapitole se budu zabývat vztahem měnového kurzu a diferenciálu úrokových měr vybraných zemí. Vždy budu porovnávat dvě země, nejprve si vezmu jejich měnový kurz, potom udělám rozdíl úrokových měr obou zemí, a poté tyto veličiny porovnám. Nakonec provedu regresní analýzu, kde budu zjišťovat, o kolik se změní měnový kurz, když se změní diferenciál úrokových měr o jednotku. To zjistím z regresní přímky, kterou proložím bodovým grafem.

Jako úrokovou sazbu budu používat klíčovou úrokovou sazbu, určenou centrální bankou dané země. Budu používat data za období března 2006 až února 2009 a to měsíční průměry.

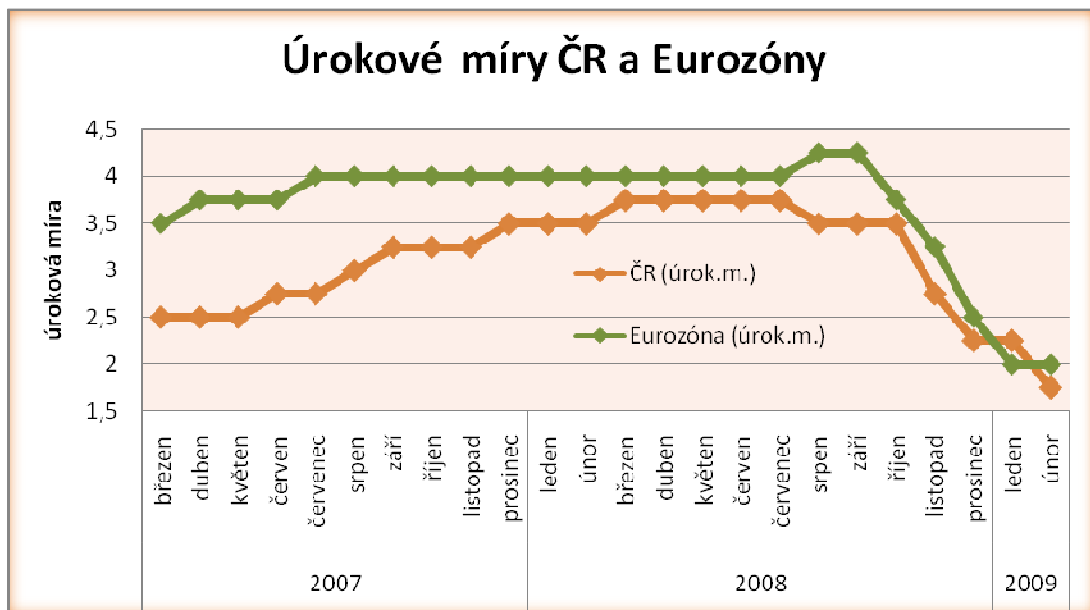
6.1 Porovnání měnového kurzu CZK/EUR a diferenciálu úrokových měr Eurozóny vůči České Republice



Graf 8 - kurz CZK/EUR

Měnový kurz České Koruny vůči Euru začátkem roku 2007 mírně oslaboval. Nejslabší byl v červnu 2007, to měl 28,54. Od poloviny roku 2007 do poloviny roku 2008 Koruna

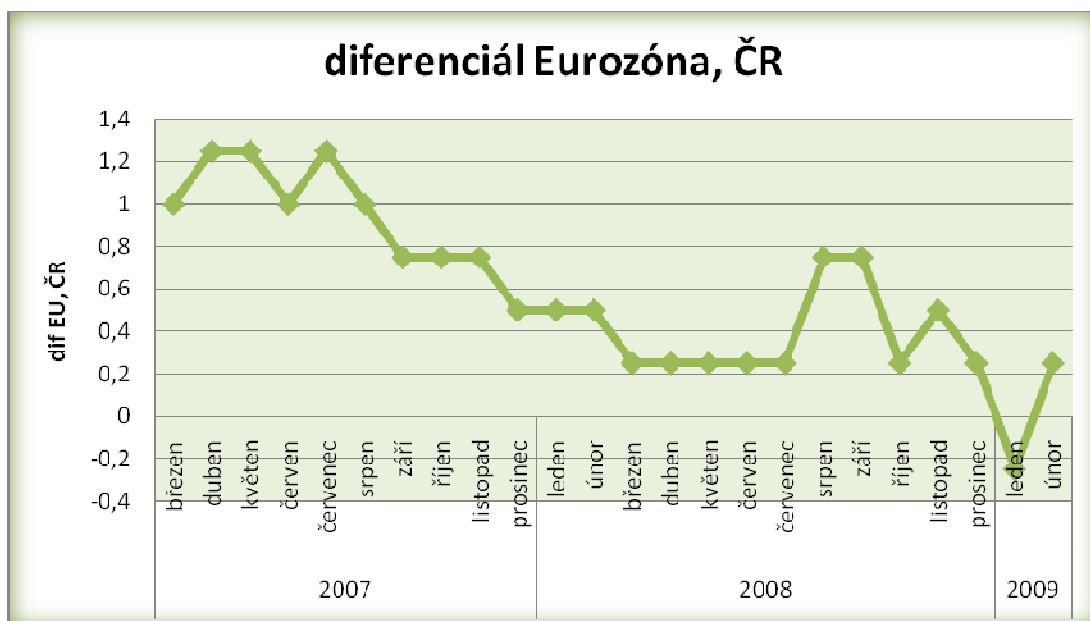
výrazně posilovala. Nejsilnější byla v červenci 2008 na 23,53 CZK/EUR a od poloviny roku 2008 začala značně oslabovat. V únoru 2009 byl kurz 28,5 CZK/EUR.



Graf 9 - úrokové míry ČR a Eurozóny

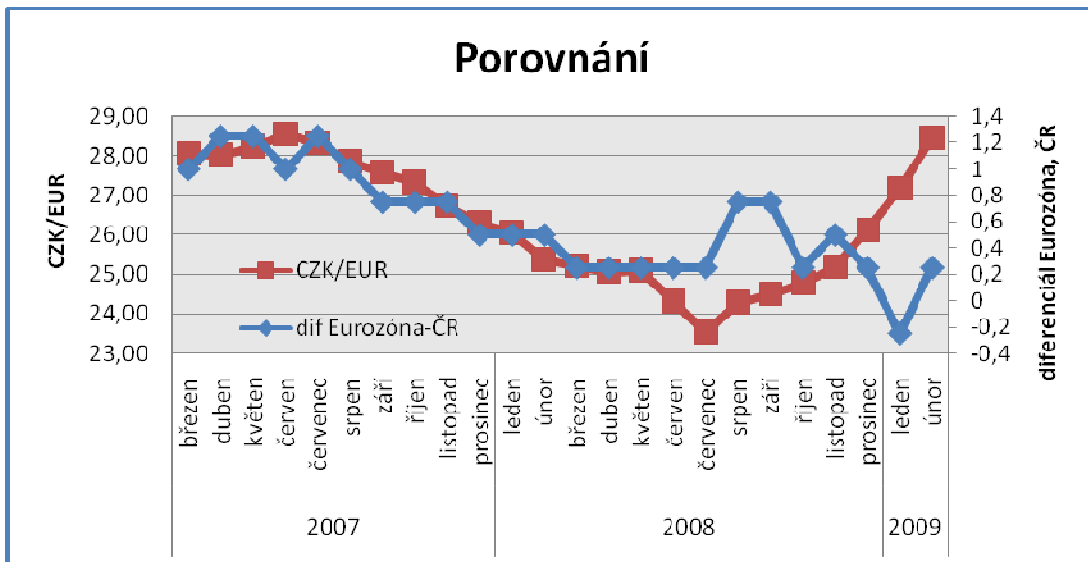
Úroková míra České Republiky mírně rostla od května 2007 až do března 2008 z 2,5 na 3,75 procent. Poté byla do července 2008 konstantní. Od srpna 2008 postupně klesala. V únoru 2009 byla na úrovni 1,75 procent.

V Eurozóně úroková míra rostla do července 2007 na 4 procenta, na této úrovni setrvala až do července 2008. Poté na dva měsíce vzrostla o 0,25 procent. Od října 2008 výrazně klesala. V únoru 2009 byla na úrovni dvou procent.



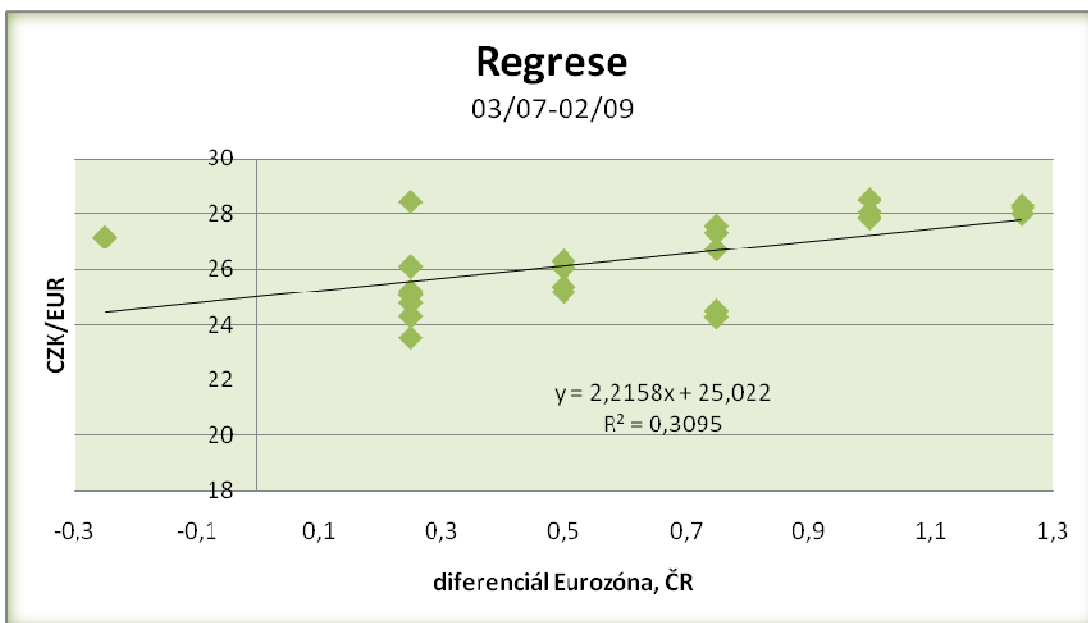
Graf 10 - diferenciál úrokových měr Eurozóna a ČR

Graf č. 10 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Eurozóny a České Republiky. V České Republice byla úroková sazba v období od března 2007 do února 2009 nižší než v Eurozóně kromě ledna 2009. Maximální rozdíl byl 1,25 procent v dubnu, květnu a červenci 2007.



Graf 11 - Porovnání - Eurozóna, ČR

Graf č. 11 porovnává kurz CZK/EUR a diferenciál úrokových měr Eurozóny vůči České Republice. Kurz CZK/EUR a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2007 do května 2008. Poté se křivky oddálily.

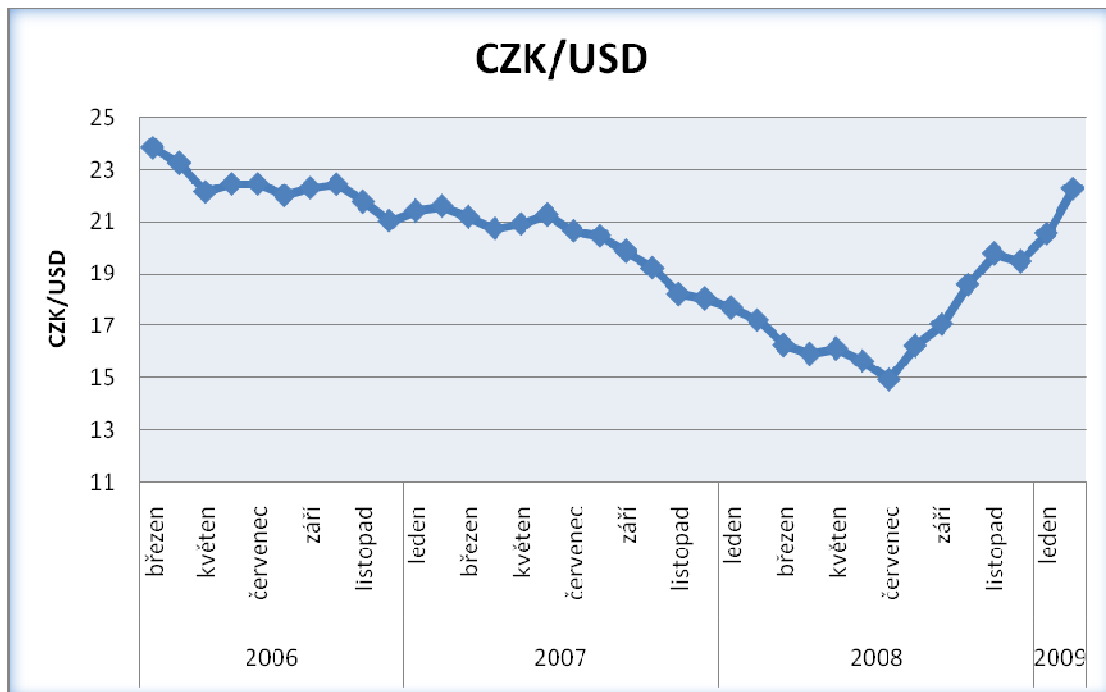


Graf 12 -regrese 03/07-02/09 ČR_Eurozóna

Graf č. 12 porovnává kurz CZK/EUR s diferenciálem úrokových měr Eurozóny a České Republiky. Graf je za období březen 2007 až únor 2009. Regresní přímka je za toto období $y = 2,2158x + 25,022$. Tudíž při zvýšení kladného úrokového diferenciálu, nebo

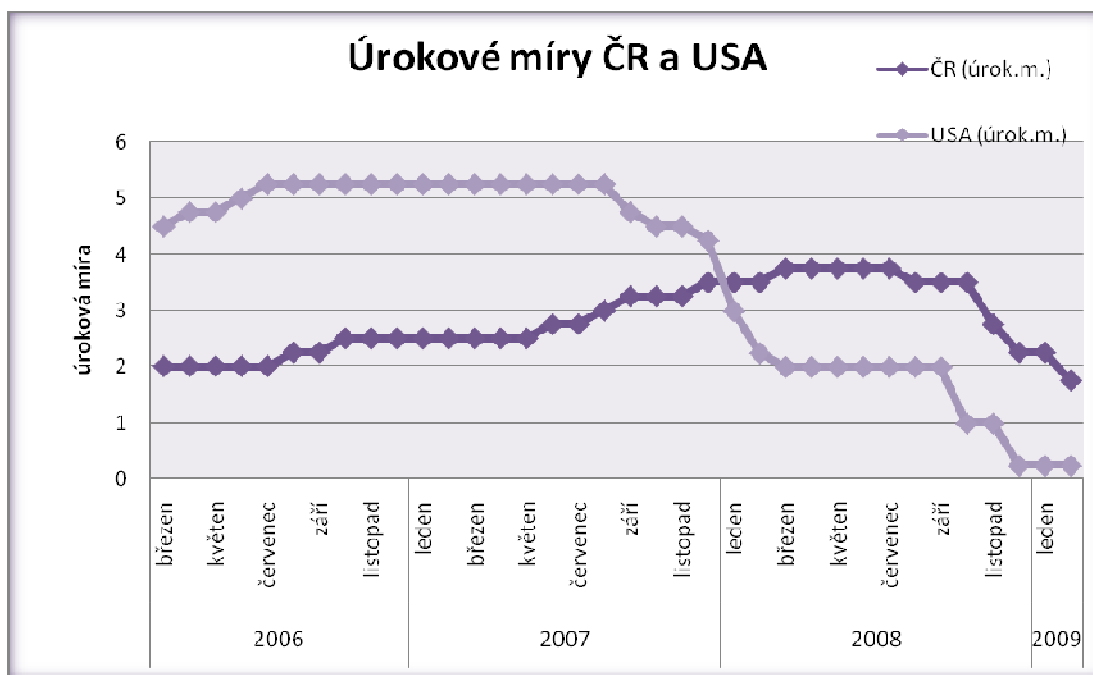
snížení záporného úrokového diferenciálu Eurozóny vůči České Republice, kurz CZK/EUR vzroste a Česká Koruna tím oslabí. Naopak při snížení kladného úrokového diferenciálu nebo zvýšení záporného úrokového diferenciálu Eurozóny vůči České Republice, kurz CZK/EUR klesne a Česká Koruna tím posílí.

6.2 Porovnání měnového kurzu CZK/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči České Republice



Graf 13 - kurz CZK/USD

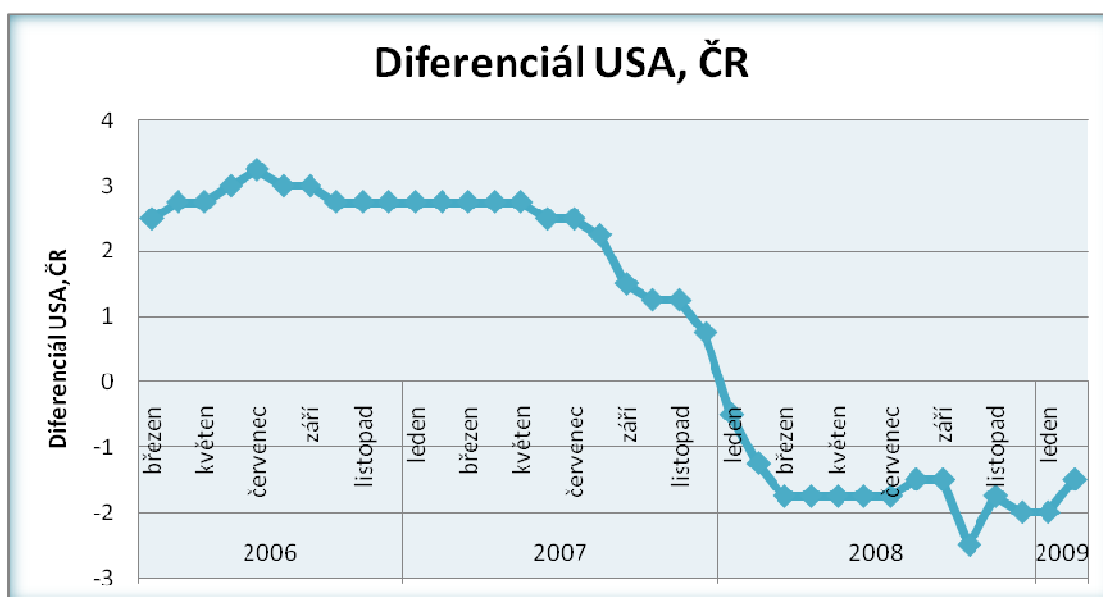
Měnový kurz České Koruny vůči Americkému Dolaru od března roku 2006, kdy měl 23,83 CZK/USD, do července 2008 posiloval. Dosáhl hodnoty 14,92 CZK/USD. Poté začal výrazněji oslabovat. V únoru 2009 byl na 22,61 CZK/USD.



Graf 14 - úrokové míry ČR a USA

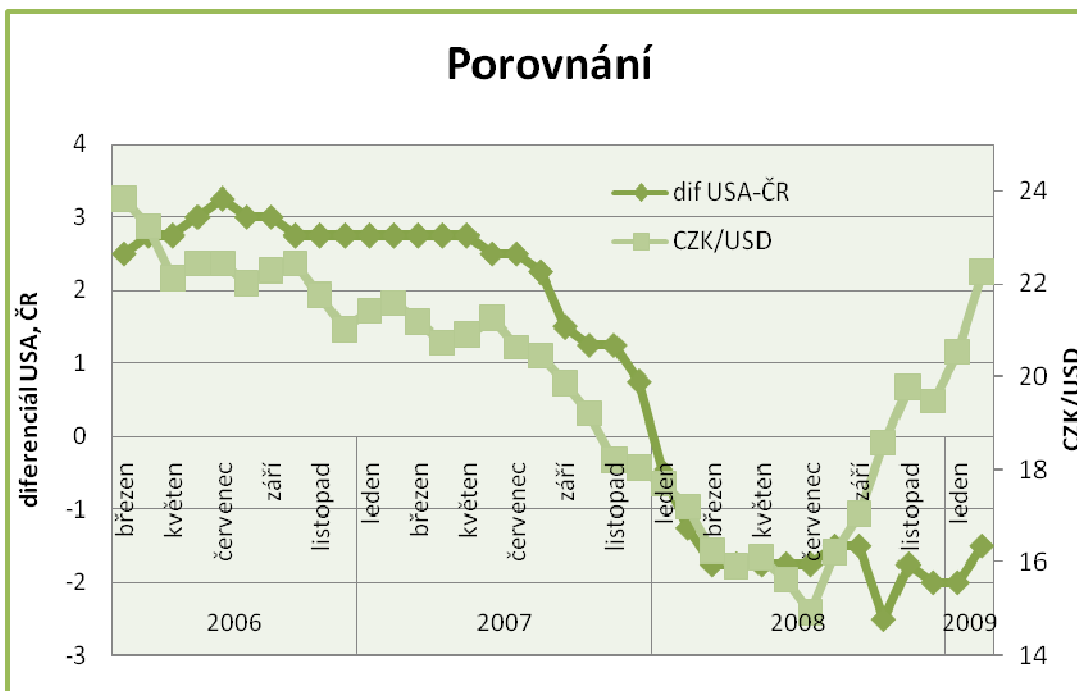
Úroková míra České Republiky mírně rostla května 2007 až do března 2008 z 2,5 na 3,75 procent. Poté byla do července 2008 konstantní. Od srpna 2008 postupně klesala. V únoru 2009 byla na úrovni 1,75 procent.

Úroková míra Spojených Států rostla do července 2006, kdy byla na 5,25 procent. Na této úrovni vydržela až do srpna 2007, od té doby klesala do března 2008 na 2 procenta. Konstantní vydržela do září 2008, kdy opět začala klesat. V únoru 2009 měla 0,25 procent.



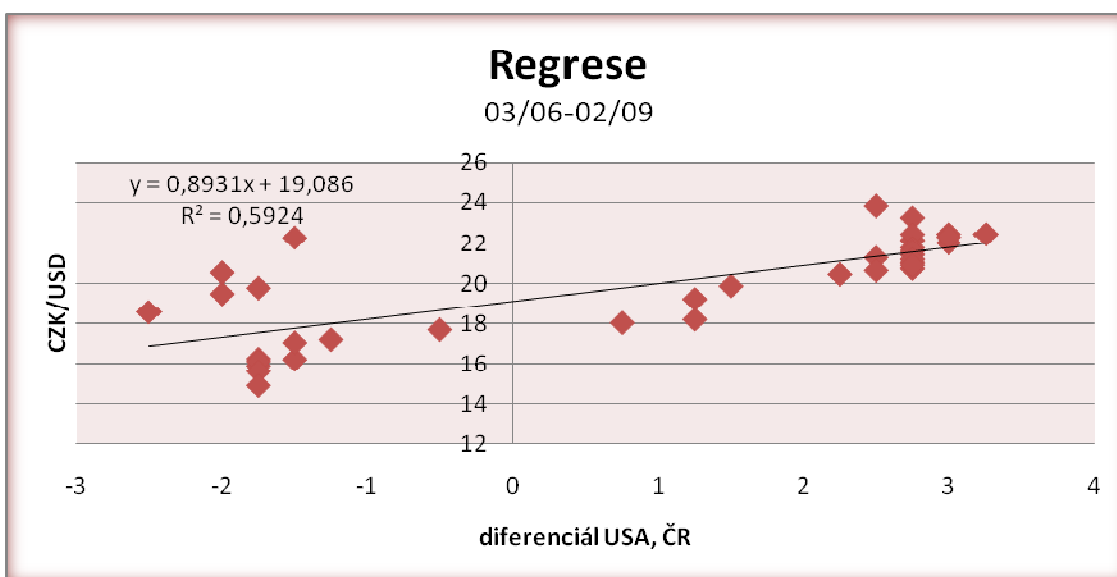
Graf 15 - diferenciál úrokových měr USA a ČR

Graf č. 15 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Spojených Států Amerických a České Republiky. V České Republice byla úroková sazba v období od března 2006 do prosince 2007 nižší než ve Spojených Státech Amerických. Od ledna 2008 byla úroková sazba v ČR vyšší než v USA. Maximální kladný rozdíl byl 3,25 procent v červenci 2006, a největší záporný rozdíl byl 2,5 procent v říjnu 2008.



Graf 16 - Porovnání - ČR, USA

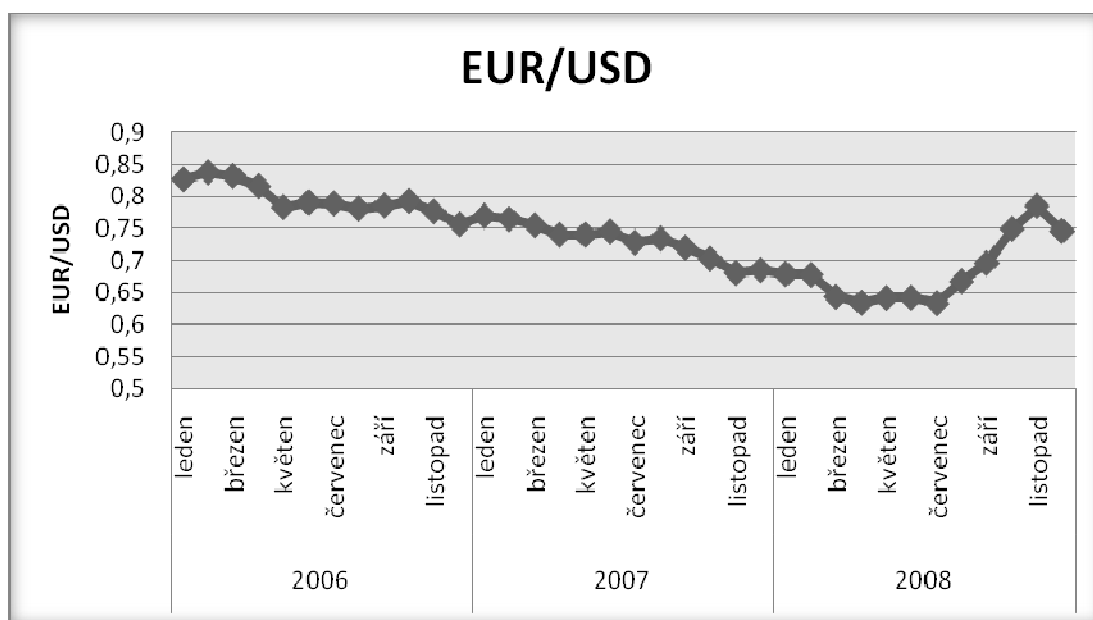
Graf č. 16 porovnává kurz CZK/USD a diferenciál úrokových měr Spojených Států vůči České Republice. Kurz CZK/USD a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2006 do února 2009.



Graf 17 - regrese 03/06-02/09 ČR_USA

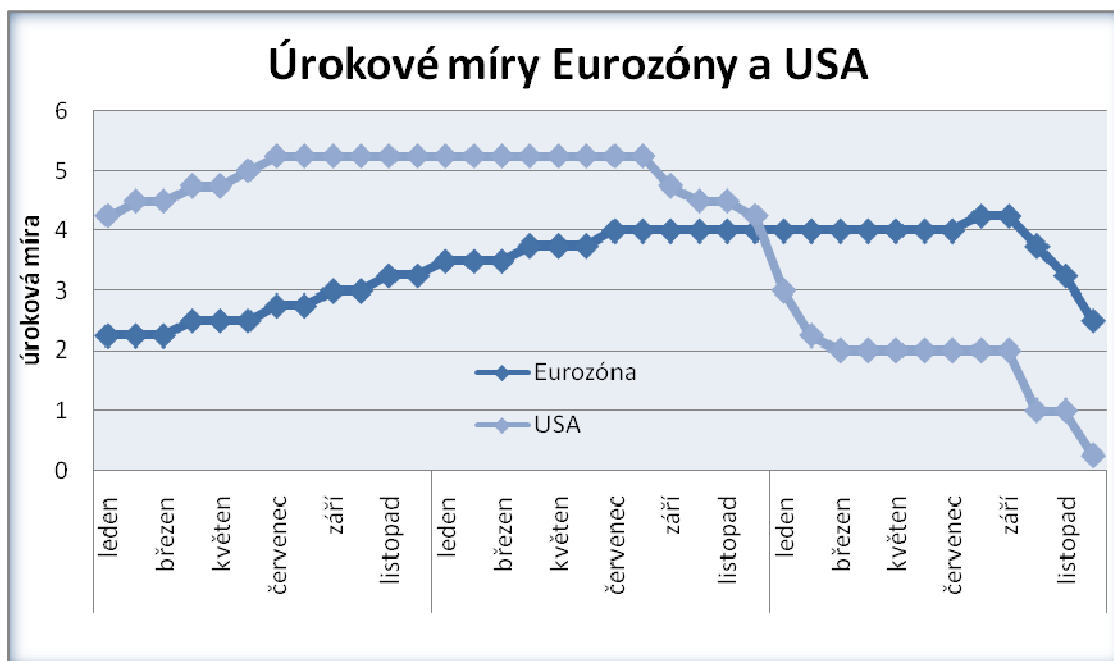
Graf č. 17 porovnává kurz CZK/USD s diferencíálem úrokových měr Spojených Států Amerických vůči České Republice. Regresní přímka má za období březen 2006 až únor 2009 tvar $y = 0,8931x + 19,086$. Proto při zvýšení kladného úrokového diferencíálu nebo snížení záporného úrokového diferencíálu Spojených Států Amerických vůči České Republice dojde ke zvýšení kurzu CZK/USD a tím k oslabení České Koruny. Naopak při snížení kladného úrokového diferencíálu nebo zvýšení záporného úrokového diferencíálu Spojených Států Amerických vůči České Republice dojde ke snížení kurzu CZK/USD a tím k posílení České Koruny.

6.3 Porovnání měnového kurzu EUR/USD a diferencíálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Eurozóně



Graf 18- kurz EUR/USD

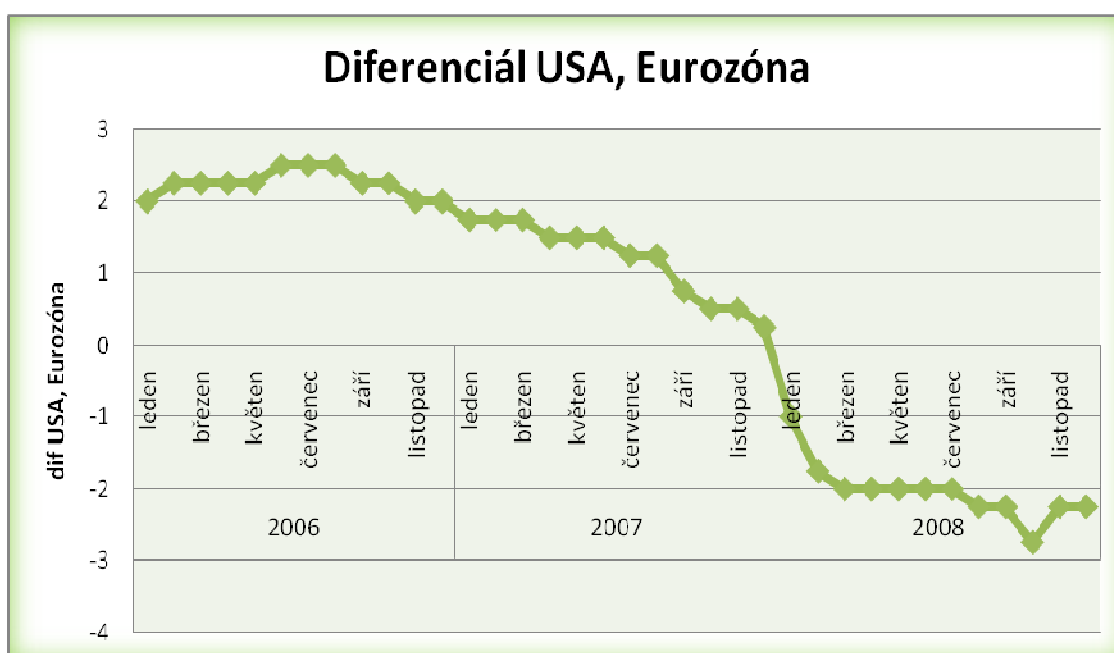
Měnový kurz Eura vůči Americkému Dolaru mírně posiloval z 0,84 EUR/USD v únoru 2006 až do července 2008, kdy měl 0,62 EUR/USD. Od té doby Euro začalo oslabovat. V únoru 2009 bylo na úrovni 0,74 EUR/HUF.



Graf 19 - úrokové míry Eurozóna a USA

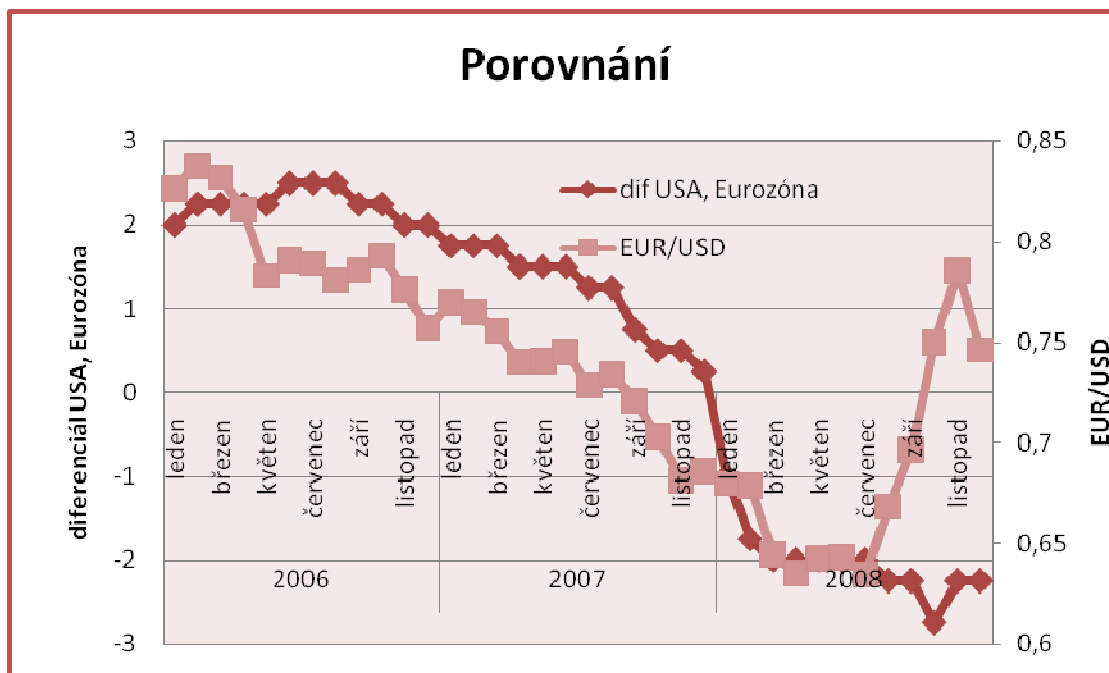
V Eurozóně úroková míra rostla do července 2007 na 4 procenta, na této úrovni setrvala až do července 2008. Poté na dva měsíce vzrostla o 0,25 procent. Od října 2008 výrazně klesala. V prosinci 2008 byla na úrovni 2,5 procent.

Úroková míra Spojených Států rostla do července 2006, kdy byla na 5,25 procent. Na této úrovni vydržela až do srpna 2007, od té doby klesala do března 2008 na 2 procenta. Konstantní vydržela do září 2008, kdy opět začala klesat. V prosinci 2008 měla 0,25 procent.



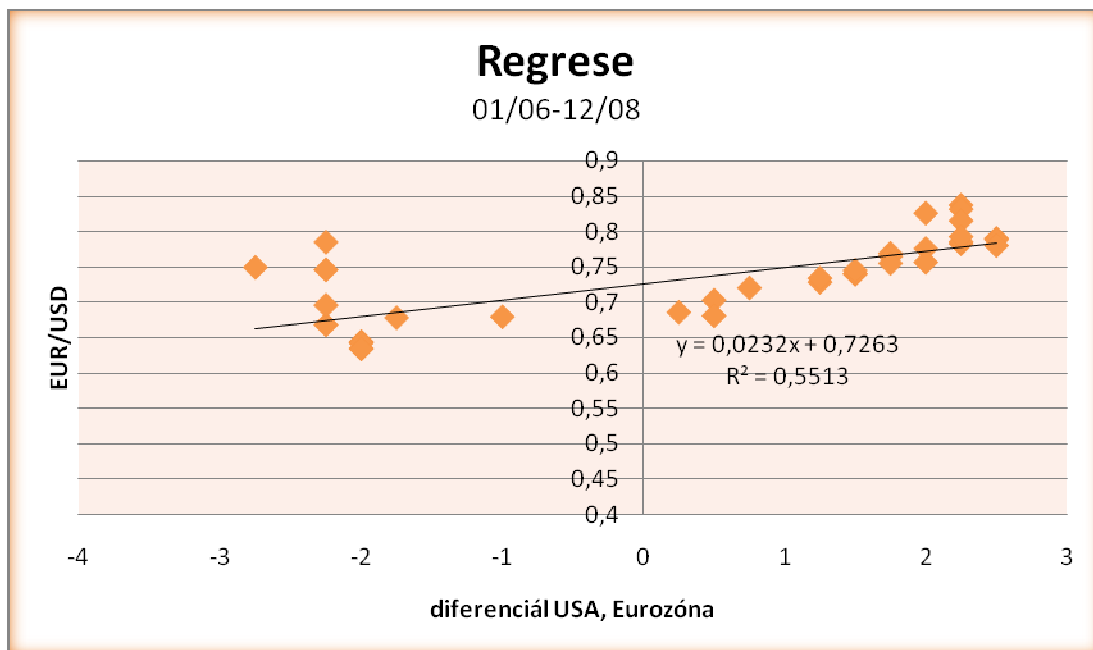
Graf 20 - diferenciál úrokových měr USA a Eurozóny

Graf č. 20 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Spojených Států Amerických a Eurozóny. V Eurozóně byla úroková sazba v období od ledna 2006 do prosince 2007 nižší než ve Spojených Státech Amerických. Od ledna 2008 byla úroková sazba v Eurozóně vyšší než v USA. Maximální záporný rozdíl byl 2,5 procent v červnu až srpnu 2006, a největší kladný rozdíl byl 2,75 procent v říjnu 2008.



Graf 21 - Porovnání USA, Eurozóna

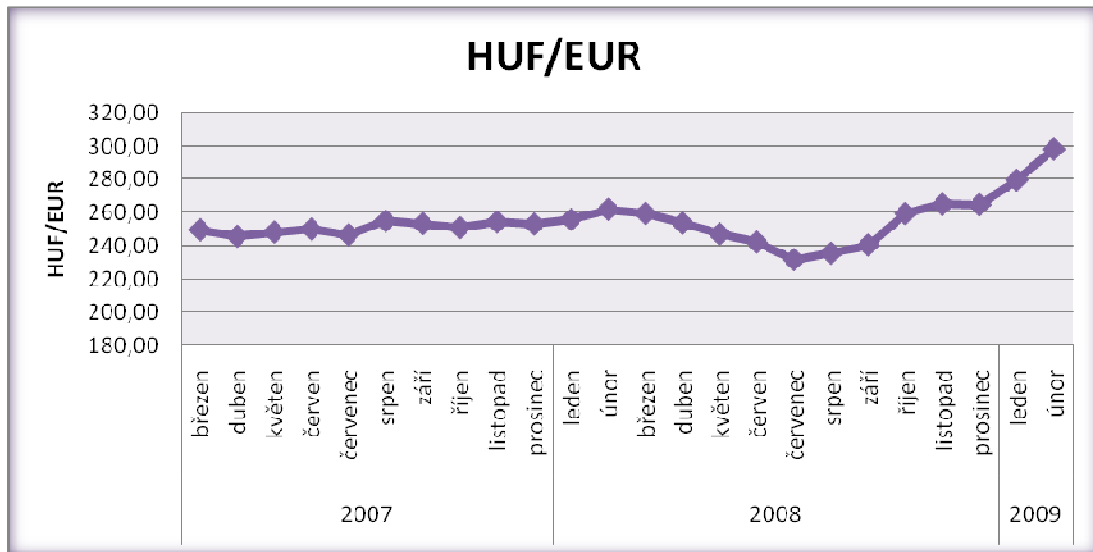
Graf č. 21 porovnává kurz EUR/USD a diferenciál úrokových měr Spojených Států vůči Eurozóně. Kurz EUR/USD a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2006 do února 2009.



Graf 22 - Regrese 01/06-12/08 Eurozóna, USA

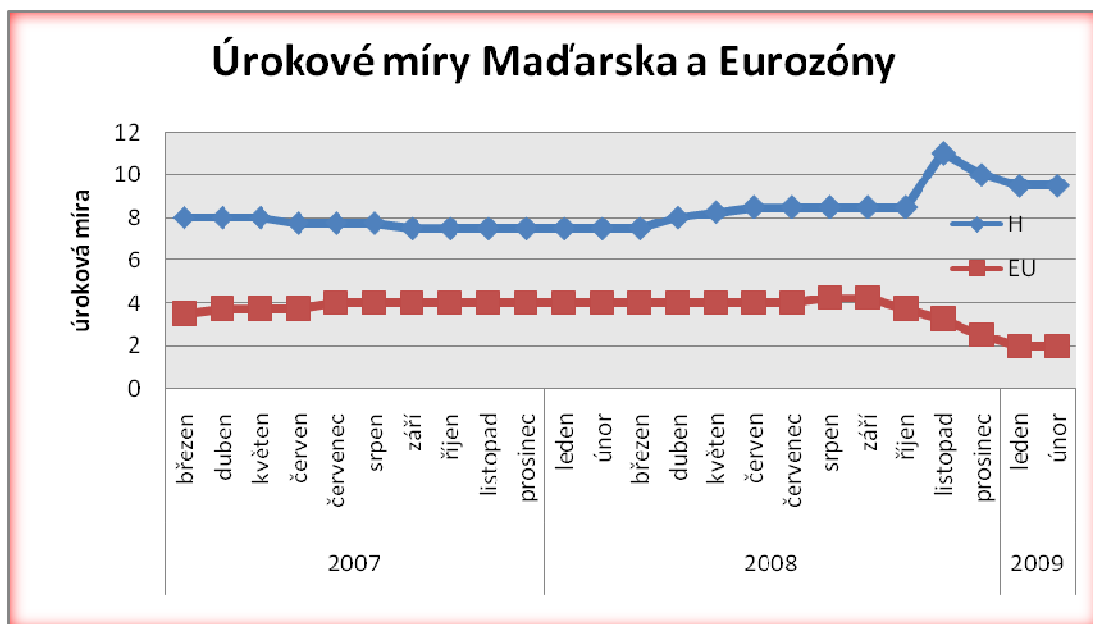
Graf č. 22 porovnává kurz EUR/USD s diferencíalem úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Eurozóně. Regresní přímka je za období leden 2006 až prosinec 2008 $y = 0,0232x + 0,7263$. Pokud se zvýší kladný úrokový diferencíál nebo sníží záporný úrokový diferencíál Spojených Států Amerických vůči Eurozóně, pak kurz EUR/USD vzroste a tudíž Euro oslabí. Naopak pokud se sníží kladný úrokový diferencíál nebo se zvýší záporný úrokový diferencíál Spojených Států Amerických vůči Eurozóně, pak kurz EUR/USD klesne a Euro tím posílí.

6.4 Porovnání měnového kurzu HUF/EUR a diferenciálu úrokových měr Eurozóny vůči Maďarsku



Graf 23 - kurz HUF/EUR

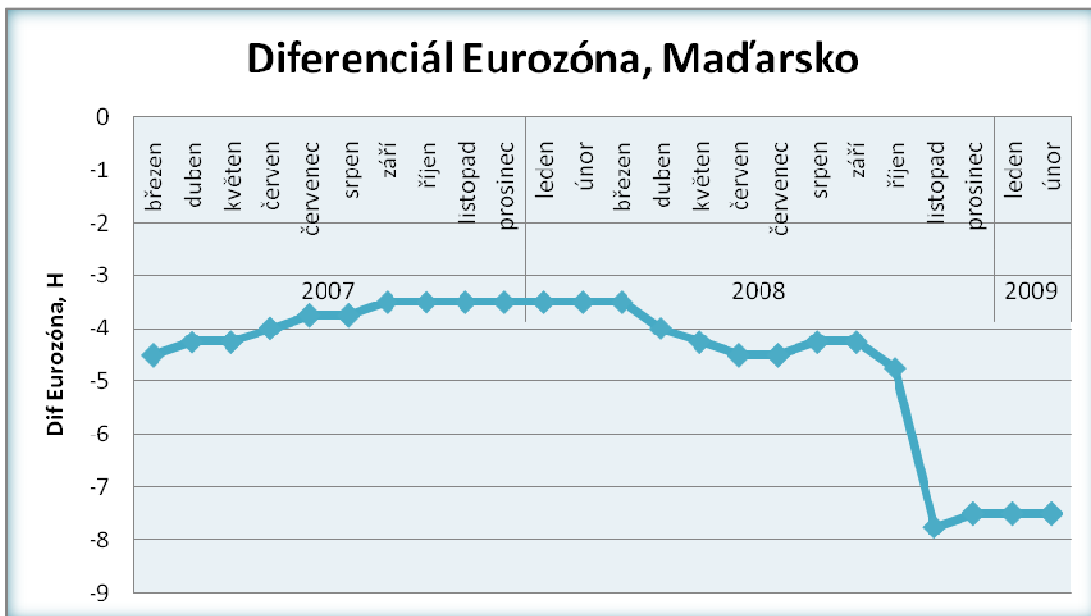
Kurz Maďarského Forintu a Eura byl od března 2007 téměř konstantní až do února 2008, byl kolem 255 HUF/EUR. Potom Forint začal posilovat až do července 2008 na 232 HUF/EUR. Potom se to ale otočilo a Forint oslabuje. V únoru 2009 byl na 298 HUF/EUR.



Graf 24 - úrokové míry H a Eurozóny

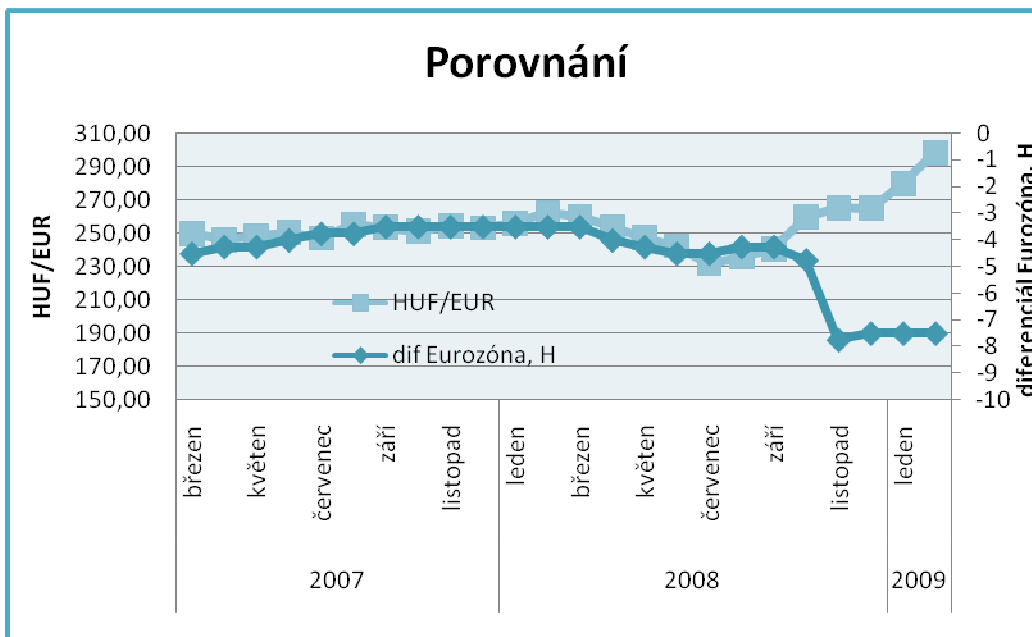
V Maďarsku se úroková míra v období března 2007 až října 2008 pohybovala v rozmezí 7,5 až 8,5 procent. V listopadu byla skokově zvýšena o 2,5 procenta na 11 procent. Od té doby opět mírně klesá. V únoru 2009 byla na úrovni 9,5 procent.

V Eurozóně úroková míra rostla do července 2007 na 4 procenta, na této úrovni setrvala až do července 2008. Poté na dva měsíce vzrostla o 0,25 procent. Od října 2008 výrazně klesala. V prosinci 2008 byla na úrovni 2,5 procent.



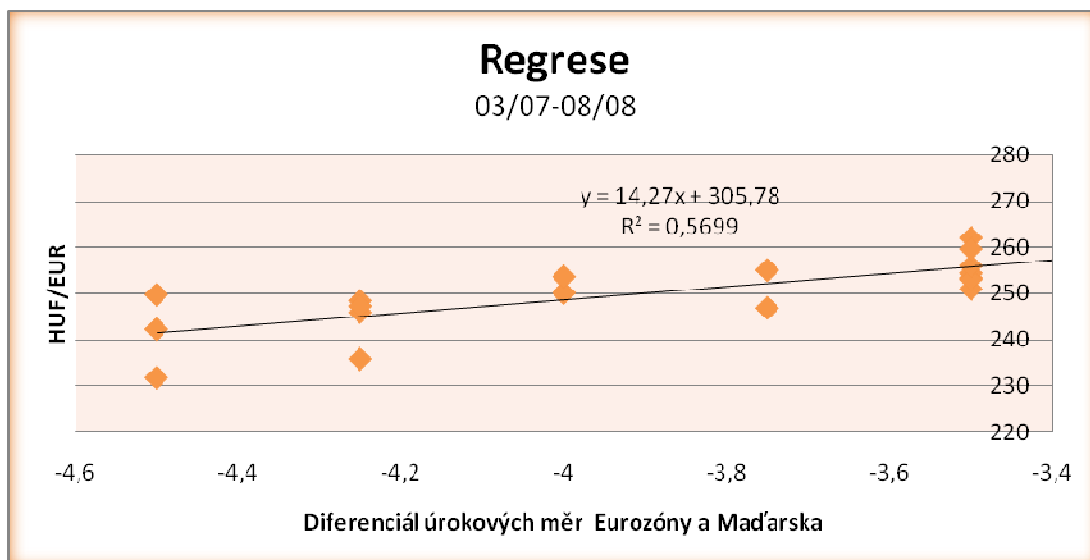
Graf 25 - diferenciál úrokových měr Eurozóny a Maďarska

Graf č. 25 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Eurozóny a Maďarska. V Eurozóně byla úroková sazba v období od března 2007 do února 2009 nižší než v Maďarsku. Nejnižší rozdíl byl od září 2007 do března 2008, který činil 3,5 procent. Nejvyšší rozdíl byl listopadu 2008, kdy byl 7,75 procent.



Graf 26 - Porovnání - H, Eurozóna

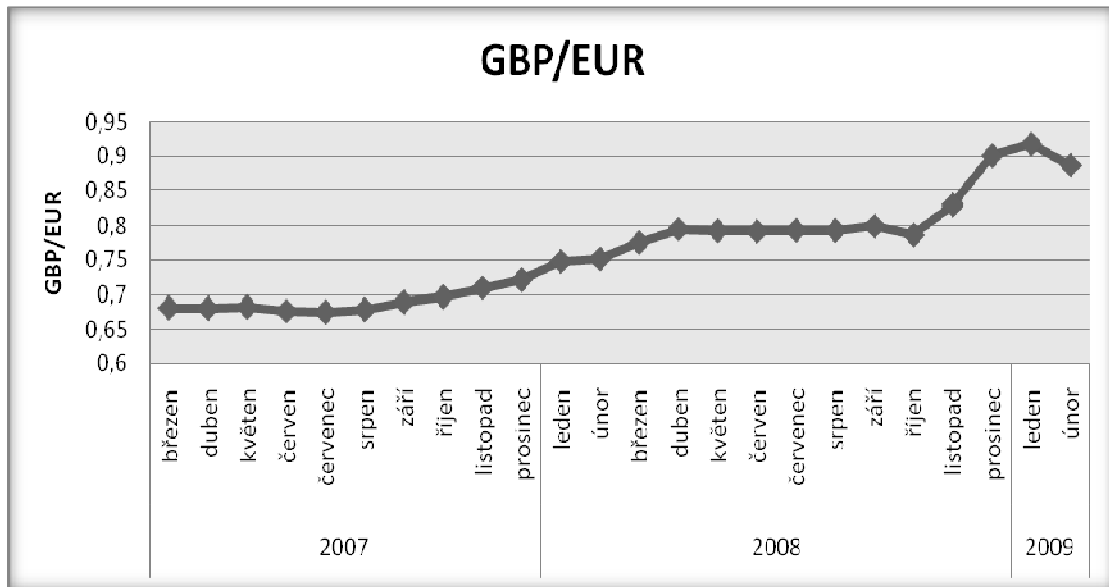
Graf č. 26 porovnává kurz HUF/EUR a diferenciál úrokových měr Eurozóny vůči Maďarsku. Kurz HUF/EUR a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2007 do září 2008. Potom se křivky oddělily. Bylo to z důvodu razantního zvýšení úrokové míry Maďarskou národní bankou ve snaze zabránit oslabování kurzu.



Graf 27 - regrese 03/07-08/08 H_Eurozóna

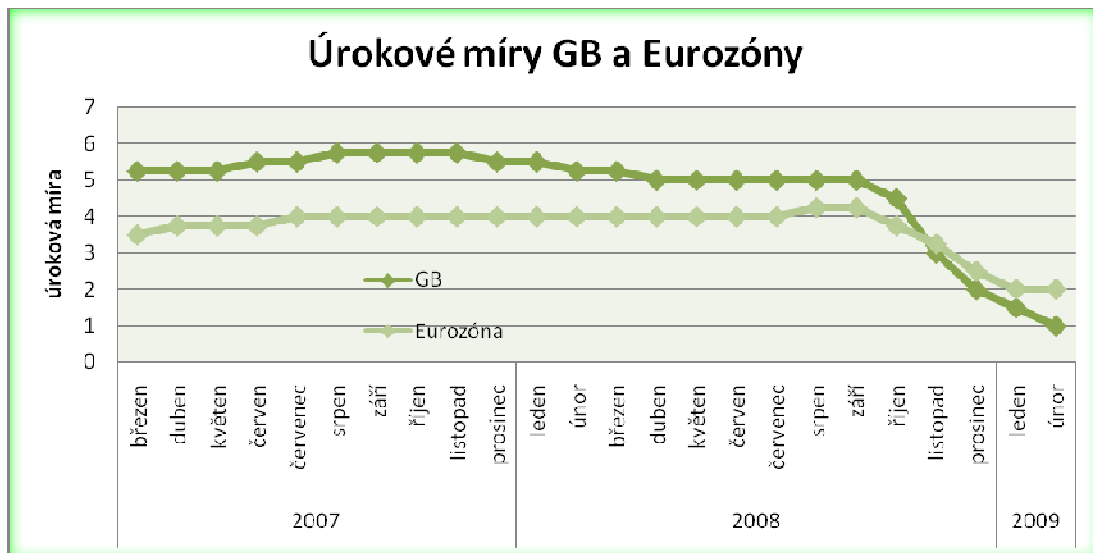
Graf č. 27 porovnává kurz HUF/EUR s diferencíálem úrokových měr Eurozóny vůči Maďarsku. Regresní přímka za období březen 2007 až srpen 2008 má tvar $y = 14,27x + 305,78$. Pokud se zvýší kladný úrokový diferenciál nebo se sníží záporný úrokový diferenciál Eurozóny vůči Maďarsku, pak kurz HUF/EUR vzroste a tudíž Forint oslabí. Naopak pokud se sníží kladný úrokový diferenciál nebo zvýší záporný úrokový diferenciál Eurozóny vůči Maďarsku, pak kurz HUF/EUR klesne a Forint tím posílí.

6.5 Porovnání měnového kurzu GBP/EUR a diferenciálu úrokových měr Eurozóny vůči Spojenému Království



Graf 28 - kurz GBP/EUR

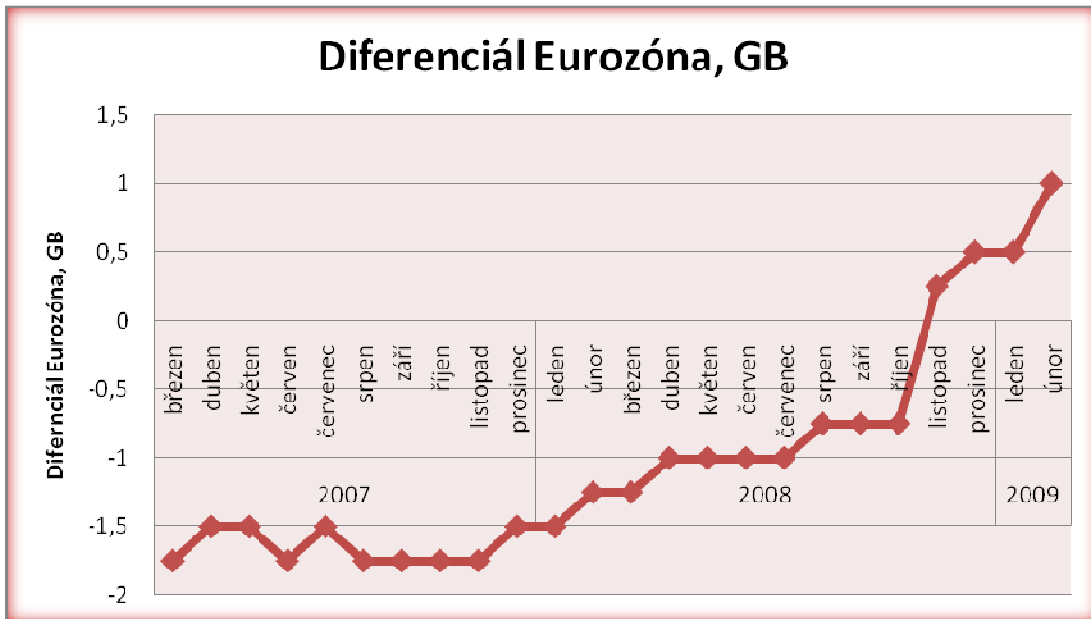
Kurz Britské Libry vůči Euru byl od března 2007 do září 2007 konstantní kolem 0,67 GBP/EUR. Potom začala Libra oslabovat. To trvalo do dubna 2008, kdy byl kurz 0,79 GBP/EUR. Od října ale opět výrazně oslabila. Nejslabší byla v lednu, kdy se dostala na 0,92 GBP/EUR.



Graf 29 - úrokové míry GB a Eurozóny

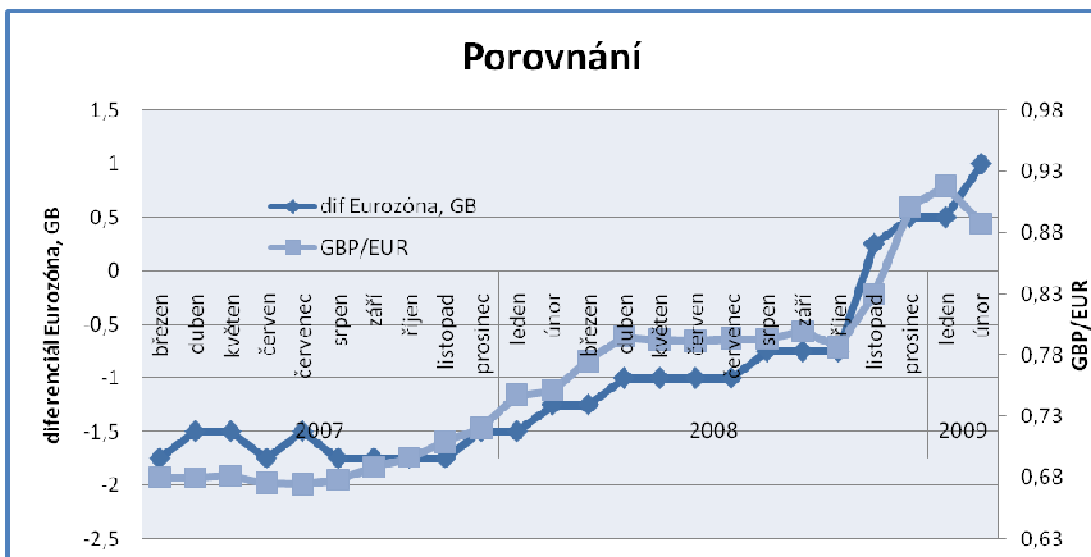
V Eurozóně úroková míra rostla do července 2007 na 4 procenta, na této úrovni setrvala až do července 2008. Poté na dva měsíce vzrostla o 0,25 procent. Od října 2008 výrazně klesala. V prosinci 2008 byla na úrovni 2,5 procent.

Ve Spojeném Království se úroková míra pohybovala od března 2007 do září 2008 v rozmezí 5 až 5,75 procent. Od října 2008 začala klesat. V únoru 2009 byla na úrovni 1 procenta.



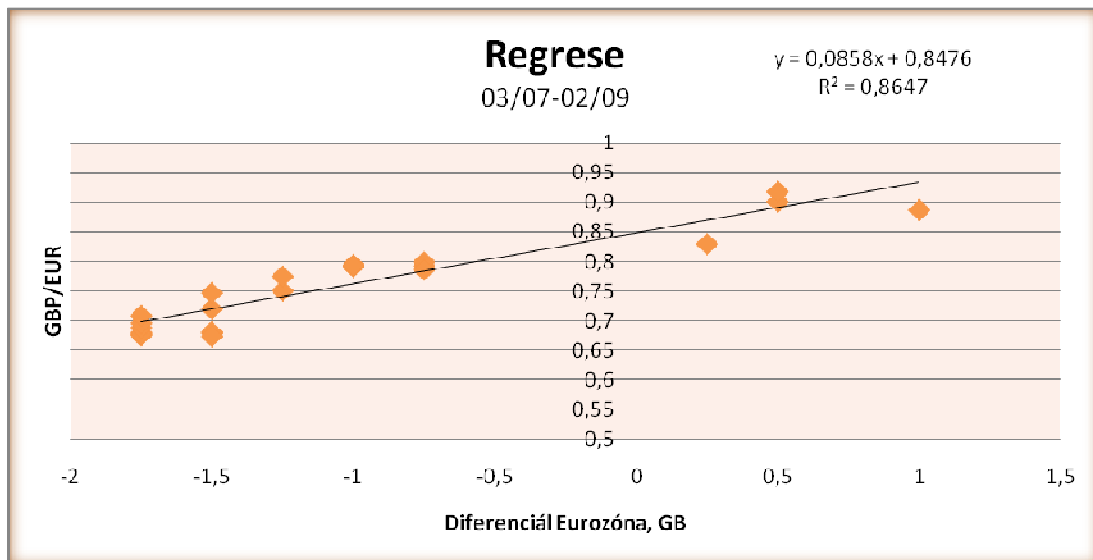
Graf 30 - diferenciál úrokových měr Eurozóny a Spojeného Království

Graf č. 30 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Eurozóny a Spojeného Království. V Eurozóně byla úroková sazba v období od března 2007 do října 2008 nižší než ve Spojeném Království. Od listopadu 2008 byla úroková míra v Eurozóně nižší. Maximální kladný rozdíl byl 1,75 procent v červnu až listopadu 2007, a největší záporný rozdíl byl jedno procento v únoru 2009.



Graf 31 - Porovnání GB, Eurozóna

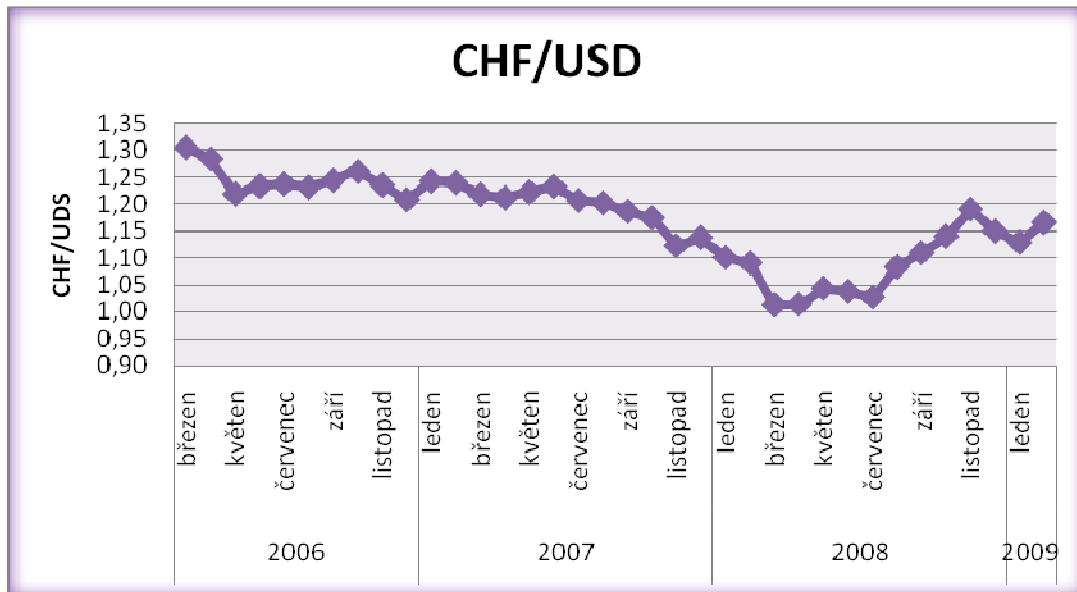
Graf č. 31 porovnává kurz GBP/EUR a diferenciál úrokových měr Eurozóny vůči Spojenému Království. Kurz GBP/EUR a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2007 do února 2009.



Graf 32 - regrese 03/07-02/09 GB_Eurozóna

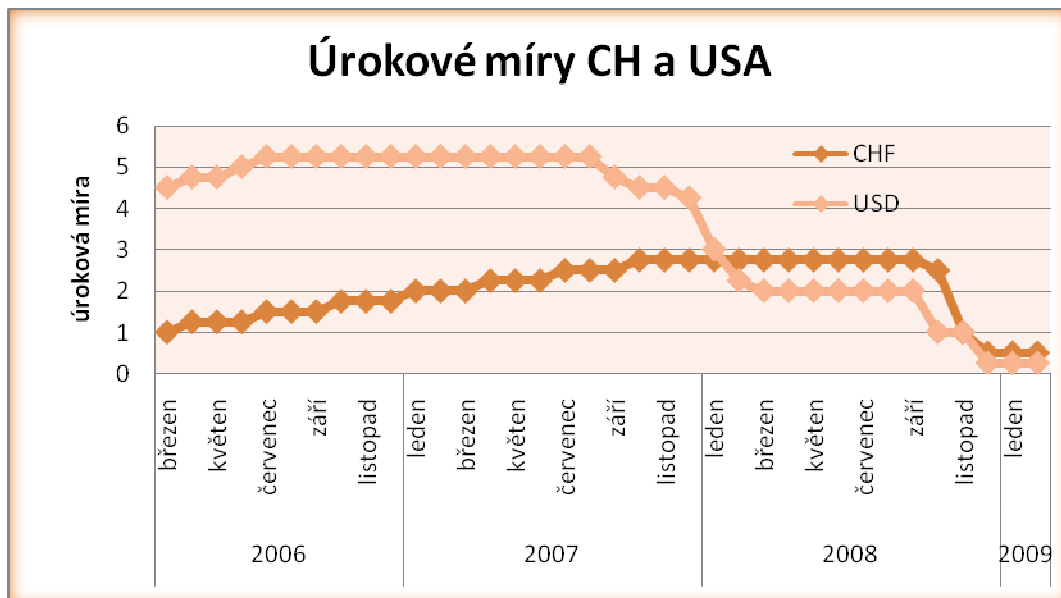
Graf č. 32 porovnává kurz GBP/EUR s diferencíálem úrokových měr Eurozóny vůči Spojenému Království. Regresní přímka za období březen 2007 až únor 2009 má tvar $y = 0,0858x + 0,8476$. Pokud se zvýší kladný úrokový diferenciál nebo se sníží záporný úrokový diferenciál Eurozóny vůči Spojenému Království, pak kurz GBP/EUR vzroste a tudíž Libra oslabí. Naopak pokud se sníží kladný úrokový diferenciál nebo se zvýší záporný úrokový diferenciál Eurozóny vůči Spojenému Království, pak kurz GBP/EUR klesne a tudíž Libra posílí.

6.6 Porovnání měnového kurzu CHF/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Švýcarsku



Graf 33- kurz CHF/USD

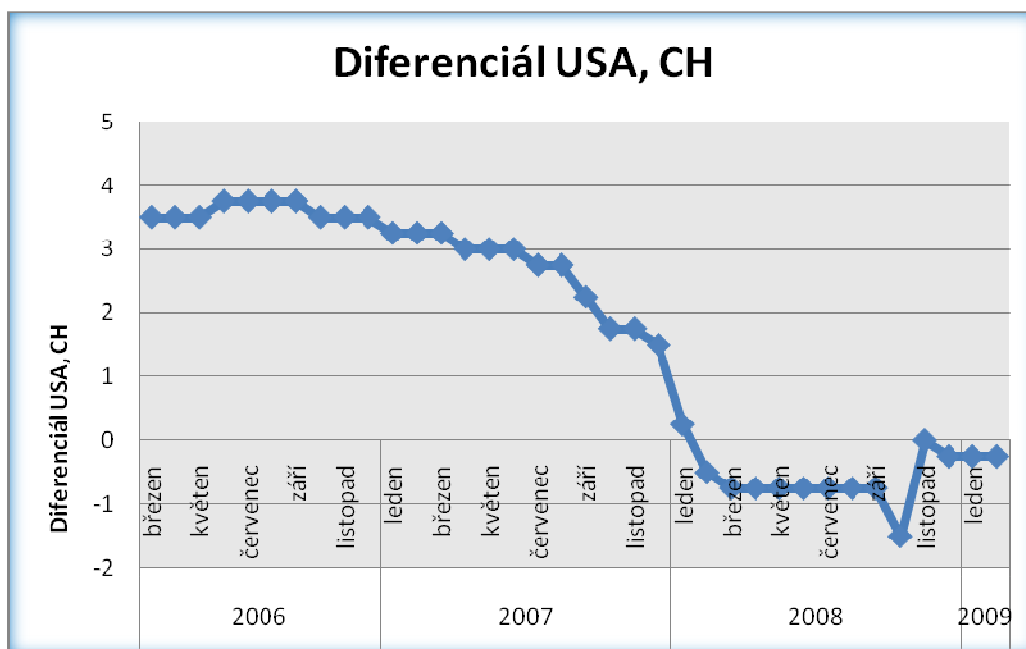
Kurz Švýcarského Franku vůči Americkému Dolaru od března 2006 do března 2008 posiloval ze 1,3 CHF/USD na 1,01 CHF/USD. Od dubna Frank oslabuje. V únoru 2009 měl 1,17 CHF/USD.



Graf 34 - úrokové míry Švýcarska a USA

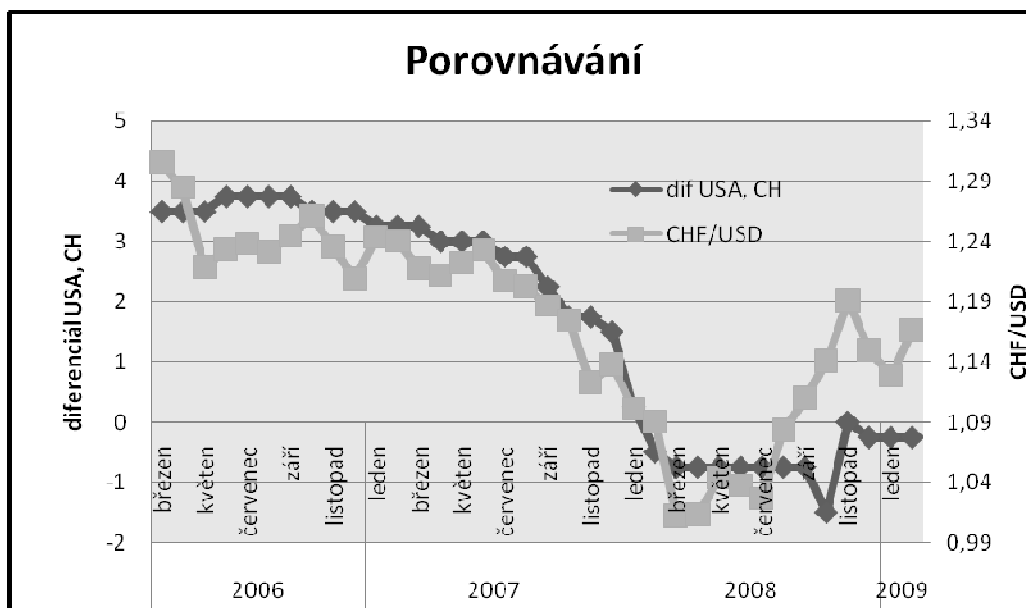
Úroková míra Spojených Států rostla do července 2006, kdy byla na 5,25 procent. Na této úrovni vydržela až do srpna 2007, od té doby klesala do března 2008 na 2 procenta. Konstantní vydržela do září 2008, kdy opět začala klesat. V prosinci 2008 měla 0,25 procent.

Ve Švýcarsku úroková míra pomalu rostla v období března 2006 do října 2007 z jednoho procenta na 2,75 procent. Takto setrvala až do září 2008. Do listopadu 2008 poklesla o 2 procenta. V únoru 2009 byla 0,5 procent.



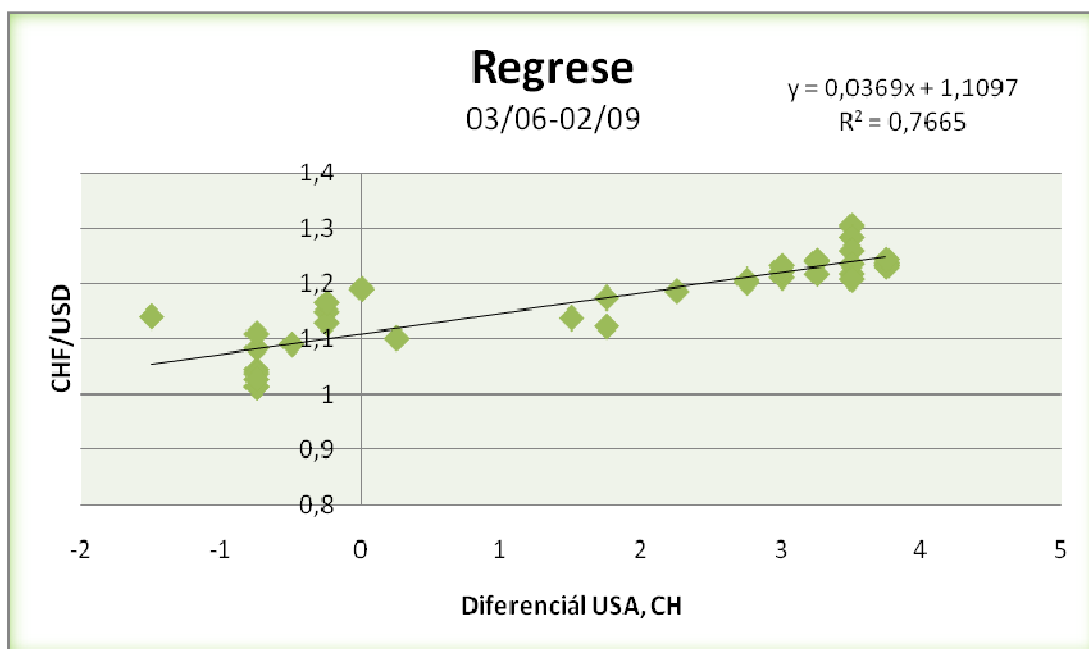
Graf 35 - diferenciál úrokových měr USA a Švýcarska

Graf č. 35 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Spojených Států Amerických a Švýcarska. Ve Švýcarsku byla úroková sazba v období od března 2006 do prosince 2007 nižší než ve Spojených Státech. Od ledna 2008 byla úroková míra ve Švýcarsku vyšší. Maximální kladný rozdíl byl 1,5 procent v říjnu 2008, a největší záporný rozdíl byl 3,75 procent v červnu až září 2006.



Graf 36 - Porovnávání CH, USA

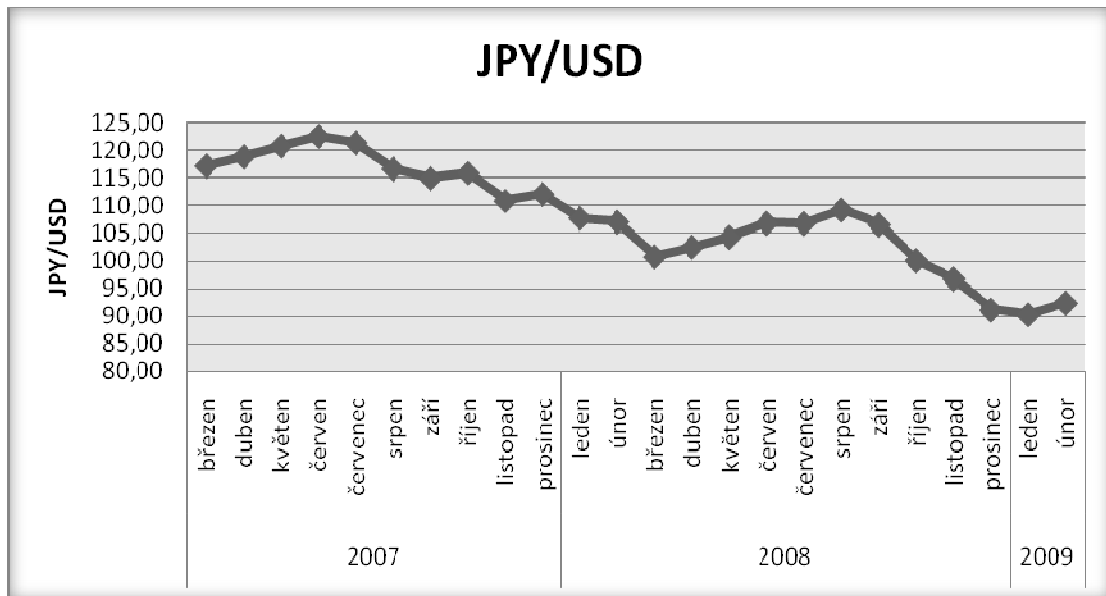
Graf č. 36 porovnává kurz CHF/USD a diferenciál úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Švýcarsku. Kurz CHF/USD a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2006 do února 2009.



Graf 37 - regrese 03/06-02/09 CH_USA

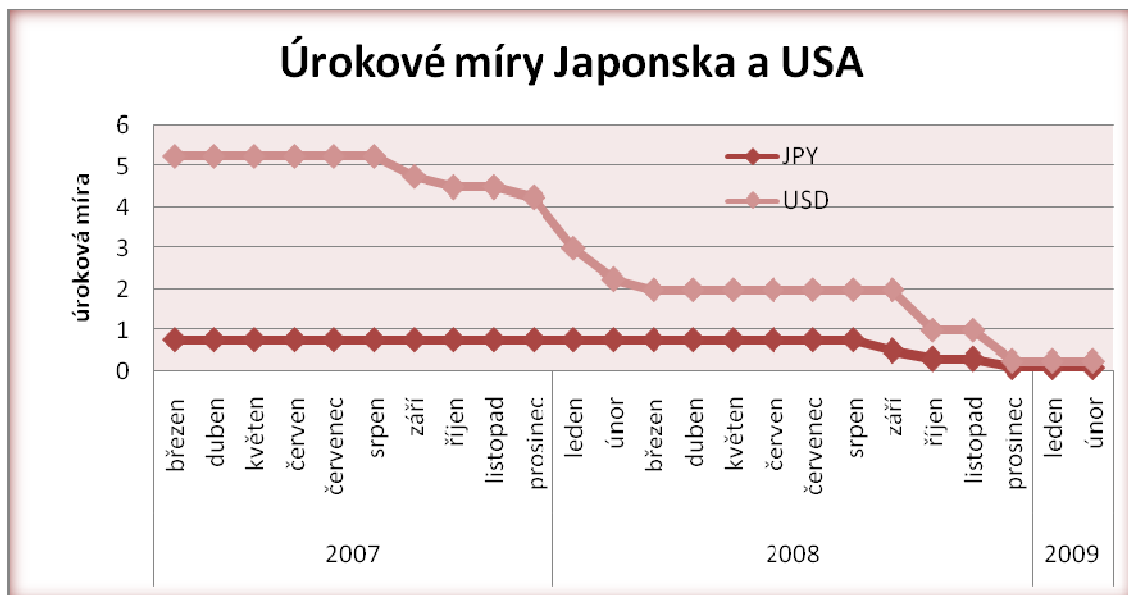
Graf č. 37 porovnává kurz CHF/USD s diferenciálem úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Švýcarsku. Regresní přímka má za období březen 2006 až únor 2009 tvar $y = 0,0369x + 1,1097$. Proto při zvýšení kladného úrokového diferenciálu nebo snížení záporného úrokového diferenciálu Spojených Států Amerických vůči Švýcarsku dojde ke zvýšení kurzu CHF/USD a tím k oslabení Švýcarského Franku. Naopak při snížení kladného úrokového diferenciálu nebo zvýšení záporného úrokového diferenciálu Spojených Států Amerických vůči Švýcarsku dojde ke snížení kurzu CHF/USD a tím k posílení Švýcarského Franku.

6.7 Porovnání měnového kurzu JPY/USD a diferenciálu úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Japonsku



Graf 38 - kurz JPY a USD

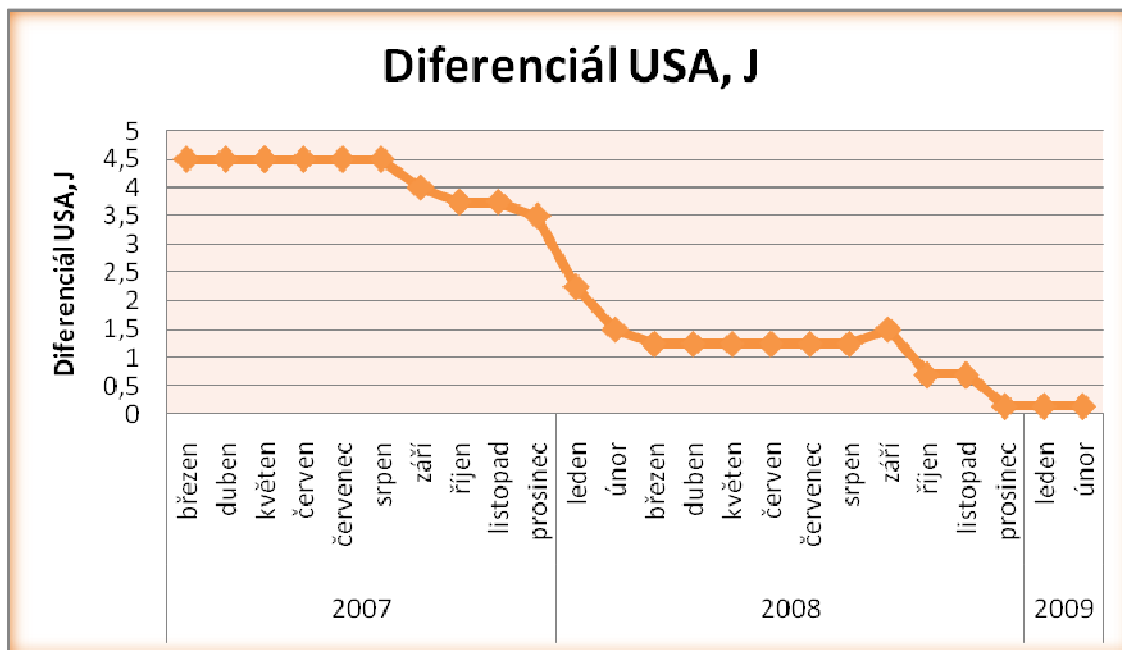
Kurz Japonského Jenu vůči Americkému Dolaru od března 2007 do června 2007 oslabil z 117,22 JPY/USD na 122,63 JPY/USD. Poté Jen posiloval až do března 2008 na 100,8 JPY/USD. Kdy opět oslabil. V srpnu 2008 měl 109,3 JPY/USD. A následně začal posilovat. V lednu 2009 byl na hodnotě 90,35 JPY/USD.



Graf 39 - úrokové míry J a USA

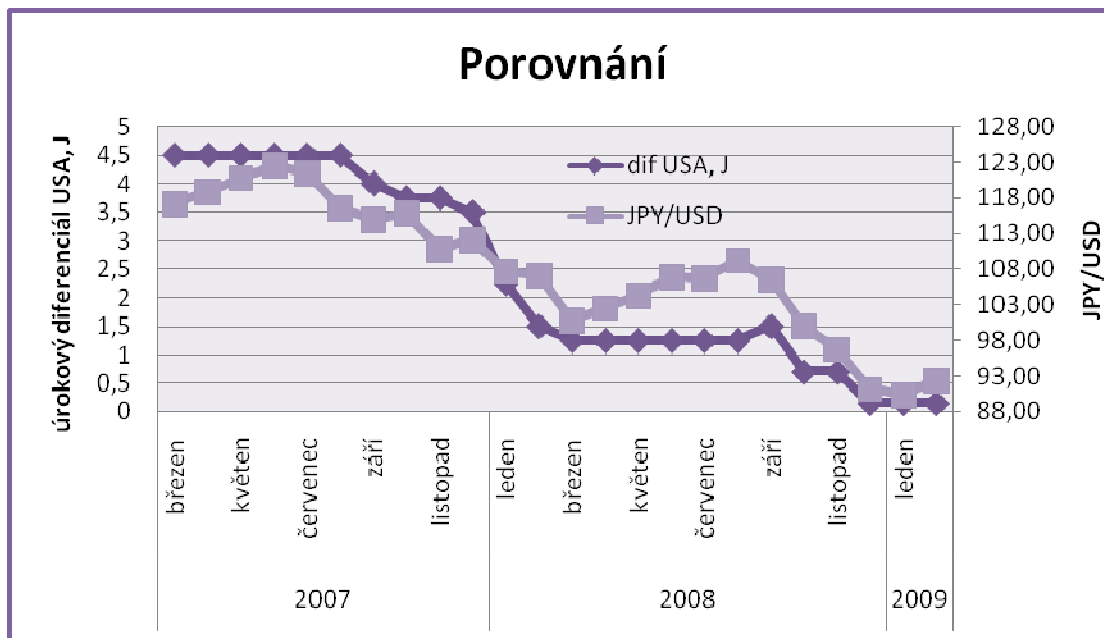
Úroková míra Spojených Států byla konstantní od března 2007 až do srpna 2007, kdy byla 5,25 procent, od té doby klesala do března 2008 na 2 procenta. Konstantní vydžela do září 2008, kdy opět začala klesat. V prosinci 2008 měla 0,25 procent.

Úroková míra Japonska byla konstantní od března 2007 do srpna 2008, kdy se pohybovala kolem 0,75 procent. Poté klesala. V Únoru 2009 byla 0,1 procenta.



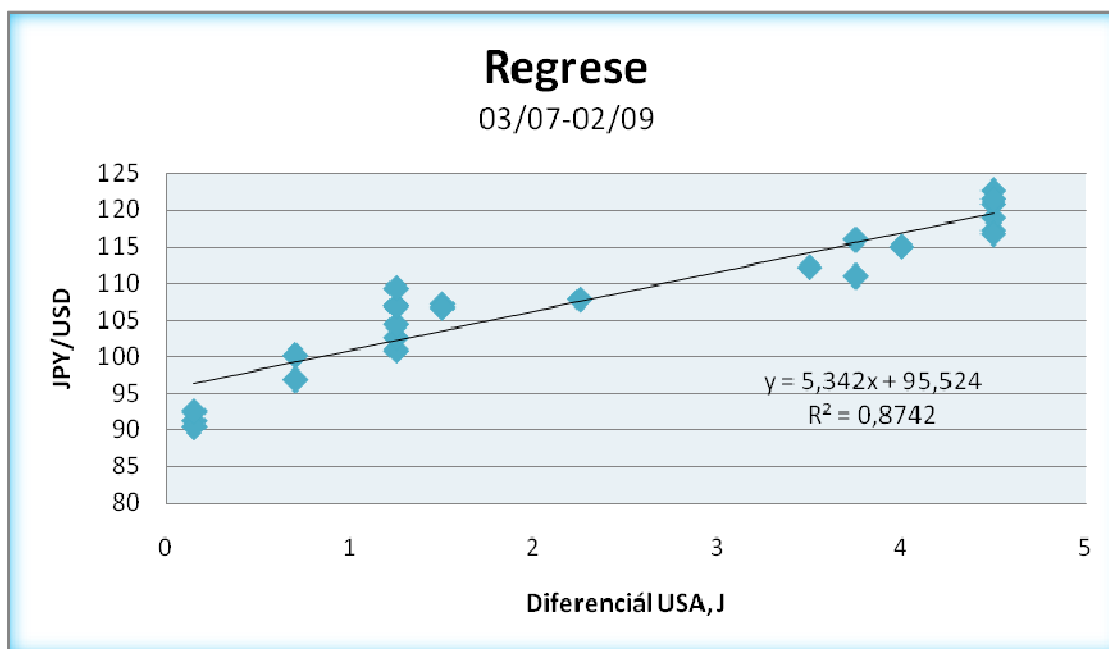
Graf 40 - diferenciál úrokových měr USA a Japonska

Graf č. 40 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Spojených Států Amerických a Japonska. V Japonsku byla úroková sazba v období od března 2007 do února 2009 vždy nižší než ve Spojených Státech. Rozdíl se ale postupně snižoval. Maximální byl 4,5 procent a minimální 0,15 procent.



Graf 41 - Porovnání USA, J

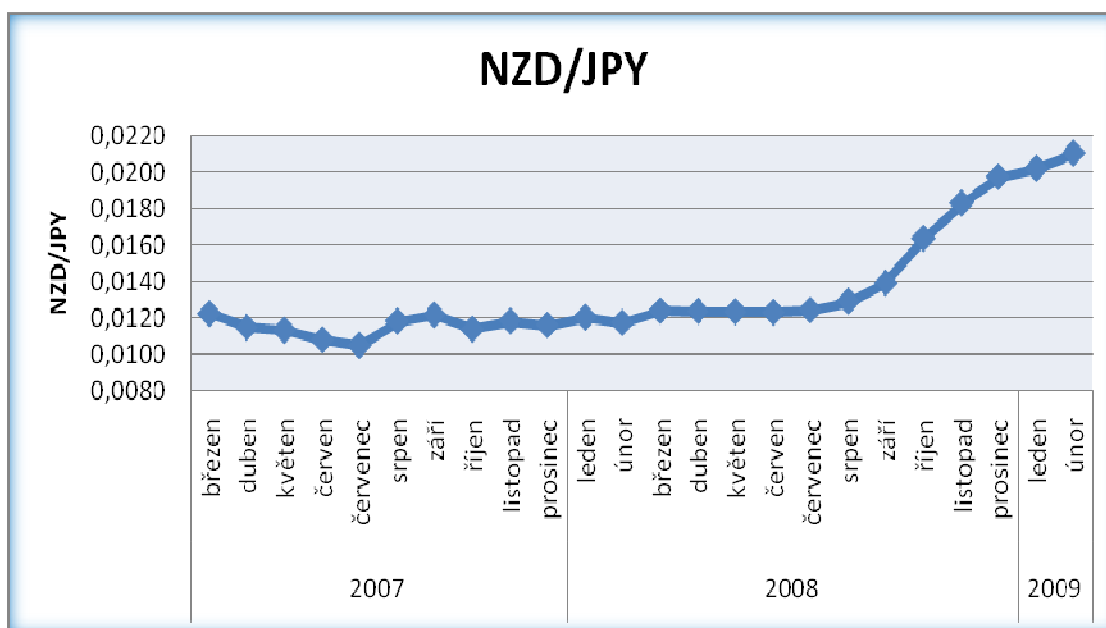
Graf č. 41 porovnává kurz JPY/USD a diferenciál úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Japonsku. Kurz JPY/USD a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2007 do února 2009.



Graf 42 - regrese 03/07-02/09 J_USA

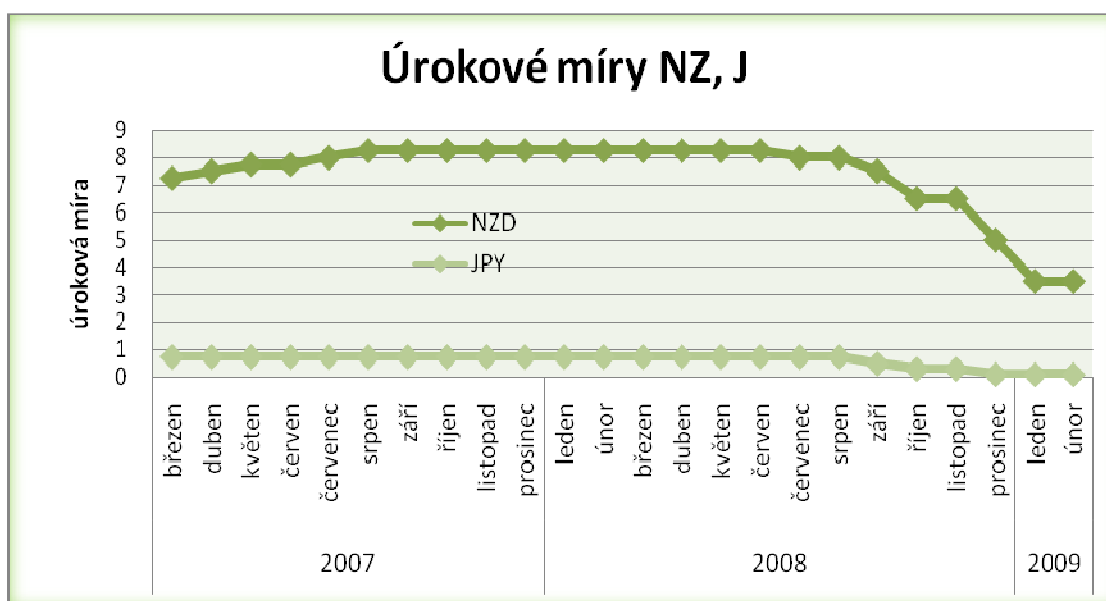
Graf č. 42 porovnává kurz CHF/USD s diferenciálem úrokových měr Spojených Států Amerických vůči Japonsku. Regresní přímka má za období březen 2007 až únor 2009 tvar $y = 05,342x + 95,524$. Proto při zvýšení kladného úrokového diferenciálu nebo snížení záporného úrokového diferenciálu Spojených Států Amerických vůči Japonsku dojde ke zvýšení kurzu JPY/USD a tím k oslabení Japonského Jenu. Naopak při snížení kladného úrokového diferenciálu nebo při zvýšení záporného úrokového diferenciálu Spojených Států Amerických vůči Japonsku dojde ke snížení kurzu JPY/USD a tím k posílení Japonského Jenu.

6.8 Porovnání měnového kurzu NZD/JPY a diferenciálu úrokových měr Japonska vůči Novému Zélandu



Graf 43- kurz NZD/JPY

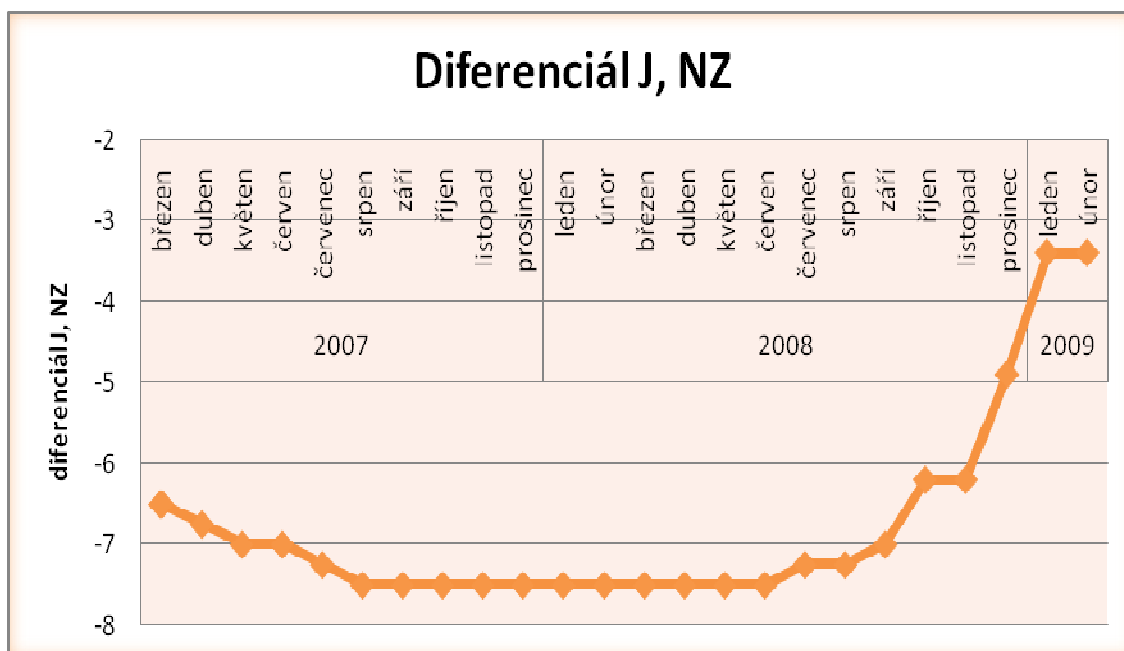
Kurz Novozélandského Dolaru vůči Japonskému Jenu od března 2007 do srpna 2008 téměř konstantní, pohyboval se okolo 0,12 NZD/JPY. Poté Novozélandský Dolar začal oslabovat. V únoru 2009 byl kurz 0,021 NZD/JPY.



Graf 44 - úrokové míry Nového Zélandu a Japonska

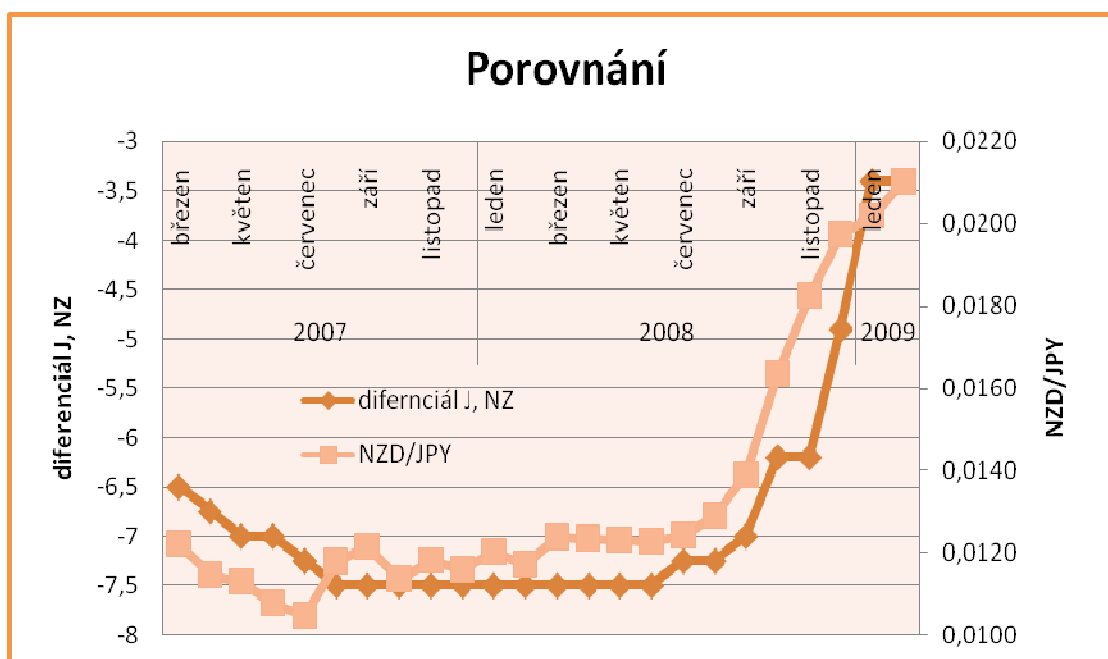
Úroková míra Japonska byla konstantní od března 2007 do srpna 2008, kdy se pohybovala kolem 0,75 procent. Poté klesala. V Únoru 2009 byla 0,1 procenta.

Úroková míra Nového Zélandu od března 2007 do srpna 2007 rostla ze 7,25 procent na 8,25 procent. Od srpna 2007 do června 2008 byla konstantní. Poté začala prudce klesat. V únoru 2009 byla na hodnotě 3,5 procent.



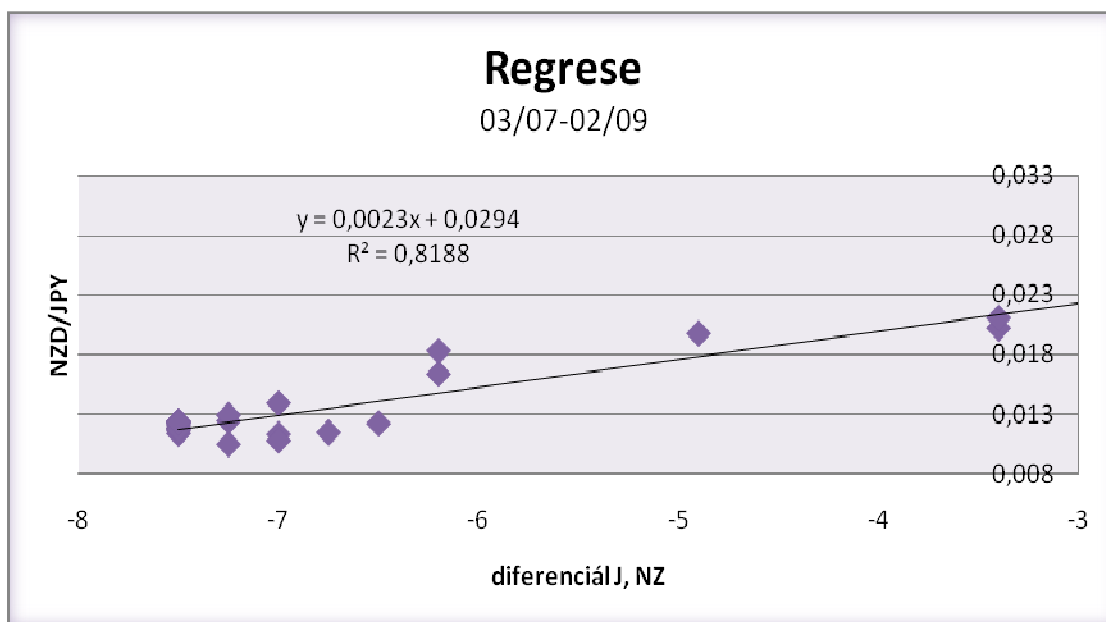
Graf 45 - Diferenciál úrokových měr Japonska a Nového Zélandu

Graf č. 45 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Japonska a Nového Zélandu. V Japonsku byla úroková sazba v období od března 2007 do února 2009 vždy nižší než na Novém Zélandu. Rozdíl se ale postupně snižoval. Maximální byl 7,5 procent v období mezi srpnem 2007 až červnem 2008 a minimální 3,4 procent v lednu a únoru 2009.



Graf 46 - Porovnání - NZ, J

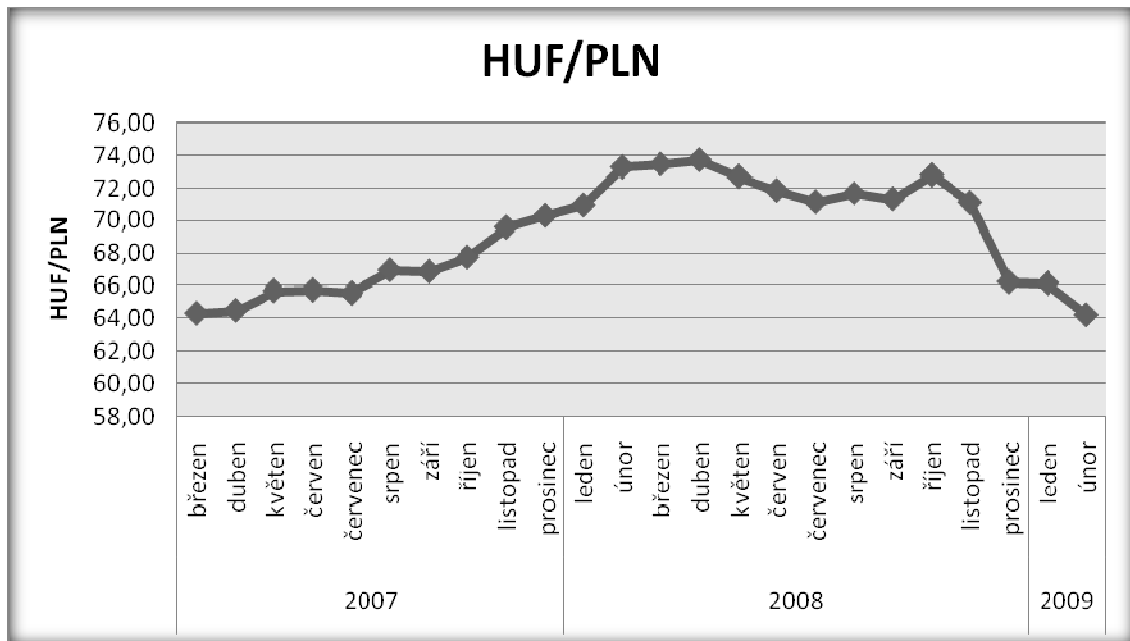
Graf č. 46 porovnává kurz NZD/JPY a diferenciál úrokových měr Japonska vůči Novému Zélandu. Kurz NZD/JPY a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2007 do února 2009.



Graf 47 - regrese 03/07-02/09 NZ_J

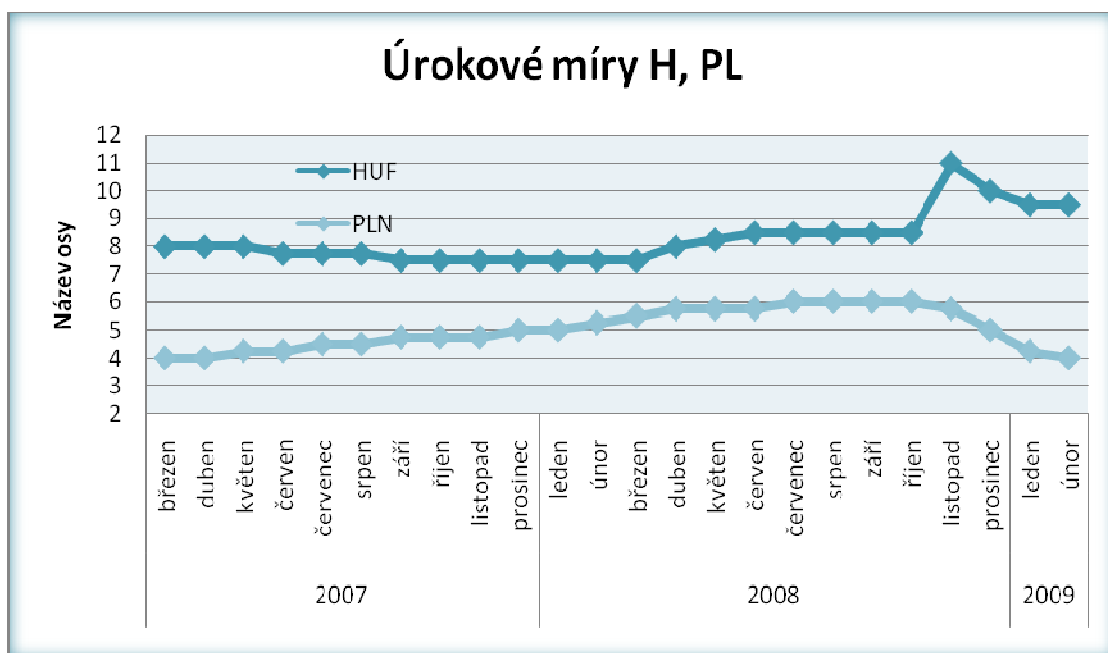
Graf č. 47 porovnává kurz NZD/JPY s diferencíálem úrokových měr Japonska vůči Novému Zélandu. Regresní přímka má za období březen 2007 až únor 2009 tvar $y = 0,0023x + 0,0294$. Proto při zvýšení kladného úrokového diferenciálu nebo při snížení záporného úrokového diferenciálu Japonska vůči Novému Zélandu dojde ke zvýšení kurzu NZD/JPY a tím k oslabení Novozélandského Dolaru. Naopak při snížení kladného úrokového diferenciálu nebo při zvýšení záporného úrokového diferenciálu Japonska vůči Novému Zélandu dojde ke snížení kurzu NZD/JPY a tím k posílení Novozélandského Dolaru.

6.9 Porovnání měnového kurzu HUF/PLN a diferenciálu úrokových měr Polska vůči Maďarsku



Graf 48 - kurz HUF/PLN

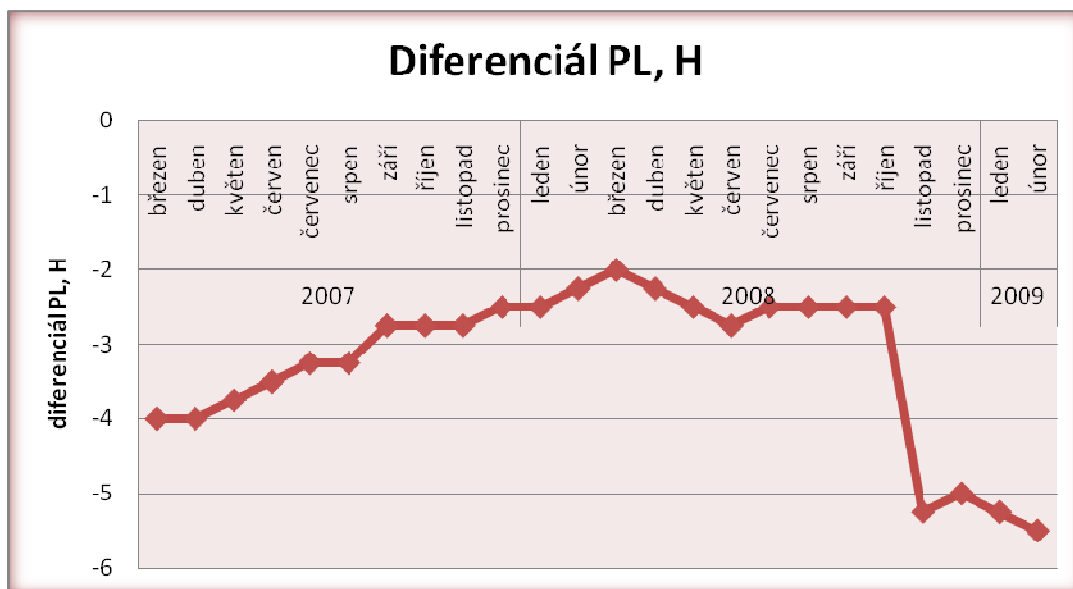
Kurz Maďarského Forintu a Polského Zlatého od března 2007 do dubna 2008 rostl z 64 HUF/PLN na 73 HUF/PLN. Poté začal Maďarský Forint posilovat, to trvalo do července, v říjnu opět krátce oslabil. Od října 2008 rychle posiluje. V únoru 2009 byl na 64 HUF/PLN.



Graf 49 - úrokové míry Maďarska a Polska

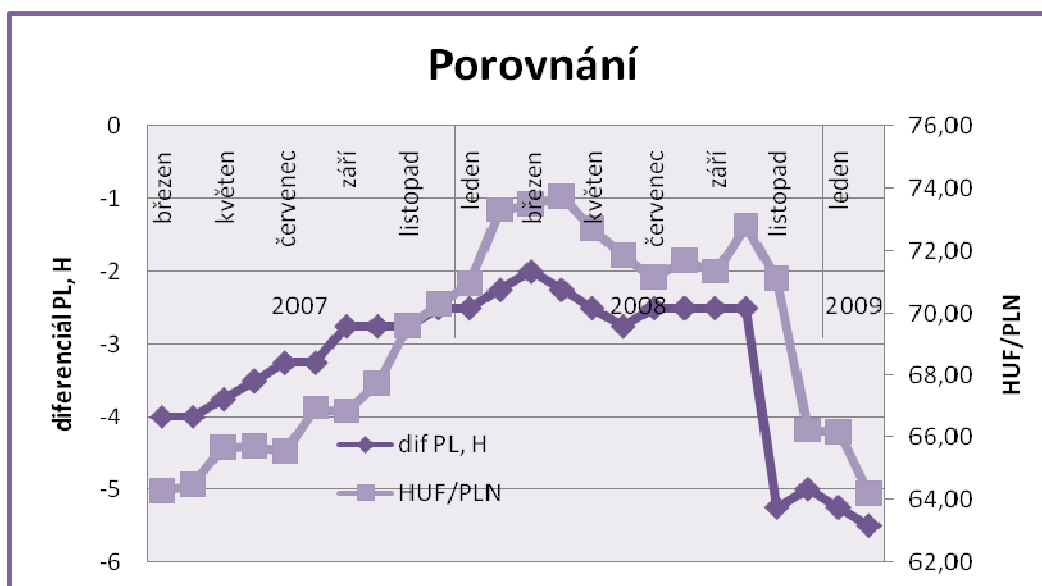
V Maďarsku se úroková míra v období března 2007 až října 2008 pohybovala v rozmezí 7,5 až 8,5 procent. V listopadu byla skokově zvýšena o 2,5 procenta na 11 procent. Od té doby opět mírně klesá. V únoru 2009 byla na úrovni 9,5 procent.

V Polsku úroková míra pomalu rostla od března 2007 do června 2008 ze 4 na 6 procent. Poté byla tři měsíce konstantní a od října 2008 klesá. V únoru 2009 byla na 4 procentech.



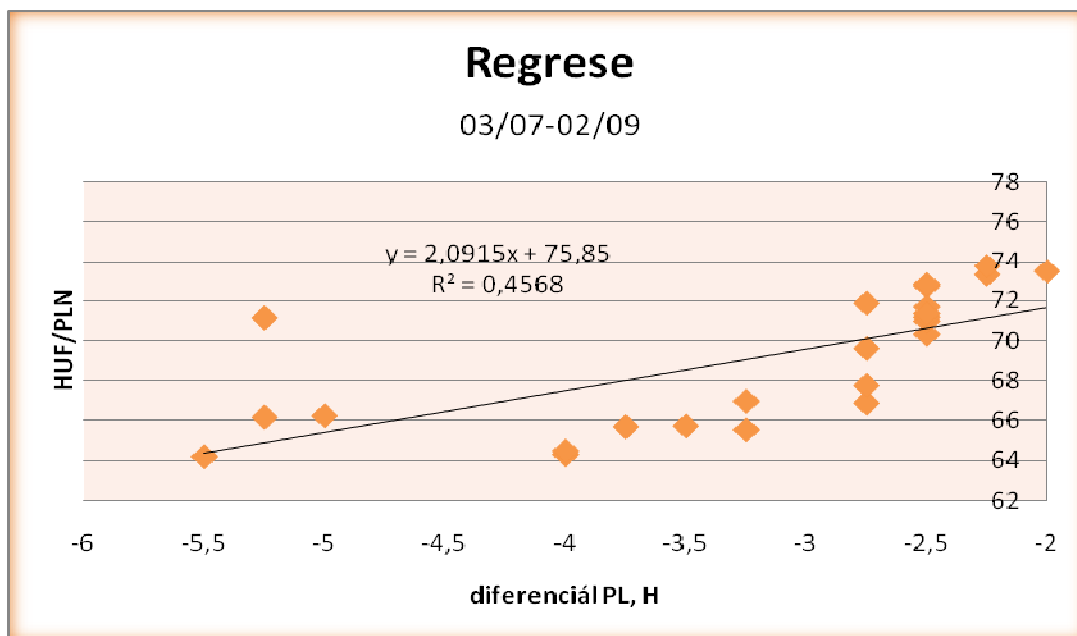
Graf 50 - Diferenciál úrokových měr Polska a Maďarska

Graf č. 50 ukazuje rozdíl mezi úrokovou sazbou Maďarska a Polska. V Polsku byla úroková sazba v období od března 2007 do února 2009 vždy nižší než v Maďarsku. Rozdíl se nejprve snižoval, ale od října 2008 opět vzrostl. Maximální byl 5,5 procent v únoru 2009 a minimální 2 procenta v březnu 2008.



Graf 51 - Porovnání PL, H

Graf č. 51 porovnává kurz HUF/PLN a diferenciál úrokových měr Polska vůči Maďarsku. Kurz HUF/PLN a úrokový diferenciál měly podobný průběh od března 2007 do února 2009.



Graf 52 - regrese 03/07-02/09 H, PL

Graf č. 52 porovnává kurz HUF/PLN s diferenciálem úrokových měr Polska vůči Maďarsku. Regresní přímka má za období březen 2007 až únor 2009 tvar $y = - 2,0915x + 75,85$. Proto při zvýšení kladného úrokového diferenciálu nebo při snížení záporného úrokového diferenciálu Polska vůči Maďarsku dojde ke zvýšení kurzu HUF/PLN a tím k oslabení Maďarského Forintu. Naopak při snížení kladného úrokového diferenciálu nebo při zvýšení záporného úrokového diferenciálu Polska vůči Maďarsku dojde ke snížení kurzu HUF/PLN a tím k posílení Maďarského Forintu.

6.10 Shrnutí

V této kapitole jsem se zabývala vlivem úrokových měr na měnové kurzy. Porovnávala jsem devět dvojic států, kde jsem porovnávala jejich měnový kurz s diferenciálem úrokových měr. Zjistila jsem, že úrokové míry mají velký vliv na měnový kurz. Pokud se zvýší úroková míra v jedné zemi, dojde k posílení měny dané země a naopak pokud se úroková míra sníží, dojde k oslabení měny dané země.

7 Závěr

Ve své diplomové práci jsem se zabývala vztahem úrokových měr a měnových kurzů. Cílem bylo zjistit, zda pokud se zvýší úroková míra v jedné zemi, tak její měna posílí. Tudíž zda platí parita úrokových sazeb.

V první kapitole byly vysvětleny základní pojmy, jako měnový kurz nebo devizový trh. A tako o tom, jaký je rozdíl mezi trhem valut a trhem deviz.

Dále jsem se věnovala přístupům ke stanovení měnových kurzů. Existuje mnoho přístupů, pro mou práci byla nejdůležitější teorie parity úrokových sazeb, kterou jsem se dále snažila dokázat. Mezi další přístupy patří teorie parity kupní síly, platebně bilanční přístup k měnovému kurzu, monetární přístup k měnovému kurzu, Dornbuschův dynamický přístup a možnosti přestřelování kurzů, přístup založený na teorii portfolia a přístup založený na modelu trhu aktiv.

Další kapitola byla o kapitálové mobilitě. Zaměřila jsem se především na oblast přímých zahraničních investic a portfoliových investic v České Republice za rok 2007. Na finančním účtu platební bilance dosáhl v roce 2007 čistý příliv zahraničních zdrojů 104,5 mld. Kč, což v porovnání s rokem 2006 představuje téměř shodnou úroveň. Meziročně se zvýšil čistý příliv přímých zahraničních investic. Salda toků portfoliových investic a ostatních investic skončila pasivem. V meziročním srovnání došlo u těchto položek k nárůstu čistého odlivu zdrojů do zahraničí.

Čtvrtá kapitola byla věnována transmisnímu mechanismu měnové politiky. Zde jsem se snažila ukázat, jaký vliv mají úrokové míry na ekonomiku. Změna úrokových měr má vliv nejen na měnový kurz, ale i na cenovou stabilitu, HDP a zaměstnanost. V této kapitole jsem se dále zabývala klíčovými úrokovými sazbami centrálních bank u vybraných zemí. Každá centrální banka má své vlastní klíčové sazby. V České Republice je to diskontní sazba, lombardní sazba a dvoutýdenní repo sazba.

V páté kapitole jsou ukázány různé příklady, které v praxi vedly centrální banky ke změně úrokových sazeb. Kromě přílišného oslabení nebo posílení měny to je i vysoká

inlace, riziko deflace, nebo zpomalení ekonomického růstu. Například Maďarská centrální banka se snažila zastavit oslabování Forintu v říjnu 2008, kdy zvedla úrokové sazby o tři procenta.

Nakonec jsem chtěla dokázat, že platí parita úrokových sazeb. Zde jsem porovnávala úrokové diferenciály a měnové kurzy u devíti vybraných dvojic zemí. Zde jsem zjistila, že křivky vývoje diferenciálů úrokových sazeb a měnových kurzů mají podobný průběh a tím při růstu úrokové sazby v jedné zemi, dojde k posílení měny této zemi. Tímto jsem tedy dokázala, že platí parita úrokových sazeb.

Seznam literatury

1. Balázs, Égert, Komárek, Luboš. Foreign exchange interventions and interest rate policy in the Czech Republic. Czech National Bank: Praha 2005.
2. Bernanke, S. Ben, Fialová, Helena, Frank, H. Robert. Ekonomie. Grada: Praha 2003. ISBN 80-247-0471-4.
3. Durčáková Jaroslava, Mandel Martin. Mezinárodní finance. Management Press: Praha 2007. ISBN 978-80-7261-170-6.
4. Formánek, Michal. Měnový kurs, úrokové míry a jejich rizika. Vysoké učení technické v Brně: Brno 2000. ISBN 80-214-1757-9.
5. Holman, R. Ekonomie. 4. aktualizované vydání. Praha: C. H. Beck 2005. ISBN 80-7179-891-6.
6. Jankovská Anežka, Sponer Miroslav. Mezinárodní finance. Masarykova univerzita: Brno 1999. ISBN 80-210-2087-3.
7. Kunešová Hana, Cihelková Eva. Světová ekonomika. C.H.Beck: Praha 2006. ISBN 80-7179-455-4.
8. Lebedzik Marian, Nezval Pavel, Majerová Ingrid. Světová ekonomika. Brno: Computer Press 2006. ISBN 978-80-251-1498-8.
9. Mach M. Makroekonomie II. 3. vyd. Slaný: Melandrium 2001. ISBN 80-86175-18-9.
10. Nelásek Mojmír: Makroekonomie, základní kurs. Praha: Melandrium 2002. ISBN 80-86175-25-1.
11. Plchová B. Zahraniční ekonomické vztahy České republiky. 1. vyd. Praha: Oeconomica 2003. ISBN 80-245-0608-4.
12. Revenda, Zbyněk. Centrální bankovnictví. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-051-1.
13. Sekerka, Bohuslav: Makroekonomie. Profess Consulting, Praha 2007. ISBN 80-7259-050-2.
14. Slaný, Antonín: Makroekonomická analýza a hospodářská politika. C.H. Beck, Praha 2003. ISBN 80-7179-738-3
15. Soukup Jindřich. Makroekonomie: moderní přístup. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-174-4.

16. Tuleja, Pavel: Analýza pro ekonomy. Computer Press, Brno 2007. ISBN 978-80-251-1801-6
17. Varadzin, František: Ekonomický rozvoj a růst. Professional Publishing: Praha 2004. ISBN 80-86419-61-4.

Internetové zdroje

18. ČNB; Měnověpolitické nástroje; <http://www.cnb.cz> [online];
URL: < http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/ >
[cit. 2009-06-01]
19. ČNB; Platební bilance ČR 2007; <http://www.cnb.cz> [online];
URL:<http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/publikace_pb/zpravy_vyvoj_pb/pb_2007.pdf >
[cit. 2009-18-02]
20. ČNB; Monitoring centrálních bank; <http://www.cnb.cz> [online];
URL:<http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/>
[cit. 2009-12-03]
21. ECB; Monetary policy; <http://www.ecb.int> [online];
URL: < <http://www.ecb.int/stats/monetary/rates/html/index.en.html> >
[cit. 2008-17-12]
22. Fed; Monetary policy; <http://www.federalreserve.gov> [online];
URL: < <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/default.htm> >
[cit. 2009-15-01]
23. Trading Economics; Úrokové míry; <http://www.tradingeconomics.com> [online];
URL: <<http://www.tradingeconomics.com/Economics/Interest-Rate>>
[cit. 2009-28-02]

Přílohy

Kurz CZK/EUR, úrokové míry ČR a EU a jejich diferencíál za období březen 2007 až únor 2009

	2007										2008	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
ČR (úrok.m.)	2,5	2,5	2,5	2,75	2,75	3	3,25	3,25	3,25	3,5	3,5	3,5
EU (úrok.m.)	3,5	3,75	3,75	3,75	4	4	4	4	4	4	4	4
dif EU-ČR	1	1,25	1,25	1	1,25	1	0,75	0,75	0,75	0,5	0,5	0,5
CZK/EUR	28,06	28,01	28,23	28,55	28,33	27,86	27,57	27,34	26,73	26,30	26,05	25,38
	2008										2009	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
ČR (úrok.m.)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,5	3,5	3,5	2,75	2,25	2,25	1,75
EU (úrok.m.)	4	4	4	4	4	4,25	4,25	3,75	3,25	2,5	2	2
dif EU-ČR	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,75	0,75	0,25	0,5	0,25	-0,25	0,25
CZK/EUR	25,22	25,07	25,10	24,31	23,53	24,29	24,50	24,79	25,18	26,11	27,17	28,46

Kurz CZK/USD, úrokové míry ČR a USA a jejich diferencíál za období březen 2006 až únor 2009

	2006										2007								
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	
ČR (úrok.m.)	2	2	2	2	2	2,25	2,25	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,75	2,75	3	
USA (úrok.m.)	4,5	4,75	4,75	5	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	
dif USA-ČR	2,5	2,75	2,75	3	3,25	3	3	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,5	2,5	2,25	
CZK/USD	23,834	23,251	22,138	22,441	22,441	22,007	22,297	22,433	21,754	21,022	21,419	21,593	21,189	20,731	20,899	21,272	20,641	20,45	
	2007					2008									2009				
	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	
ČR (úrok.m.)	3,25	3,25	3,25	3,5	3,5	3,5	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75	3,5	3,5	3,5	2,75	2,25	2,25	1,75	
USA (úrok.m.)	4,75	4,5	4,5	4,25	3	2,25	2	2	2	2	2	2	2	1	1	0,25	0,25	0,25	
dif USA-ČR	1,5	1,25	1,25	0,75	-0,5	-1,25	-1,75	-1,75	-1,75	-1,75	-1,75	-1,5	-1,5	-2,5	-1,75	-2	-2	-1,5	
CZK/USD	19,866	19,218	18,206	18,04	17,702	17,21	16,249	15,916	16,122	15,634	14,92	16,226	17,052	18,578	19,773	19,478	20,535	22,261	

Kurz EUR/USD, úrokové míry EU a USA a jejich diferenciál za období březen 2006 až únor 2009

	2006												2007					
	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen
EU (úrok.m.)	2,25	2,25	2,25	2,5	2,5	2,5	2,75	2,75	3	3	3,25	3,25	3,5	3,5	3,5	3,75	3,75	3,75
USA (úrok.m.)	4,25	4,5	4,5	4,75	4,75	5	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
dif USA-EU	2	2,25	2,25	2,25	2,25	2,5	2,5	2,5	2,25	2,25	2	2	1,75	1,75	1,75	1,5	1,5	1,5
EUR/USD	0,83	0,84	0,83	0,82	0,78	0,79	0,79	0,78	0,79	0,79	0,78	0,76	0,77	0,76	0,76	0,74	0,74	0,75
	2007						2008											
	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec
EU (úrok.m.)	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4,25	4,25	3,75	3,25	2,5
USA (úrok.m.)	5,25	5,25	4,75	4,5	4,5	4,25	3	2,25	2	2	2	2	2	2	2	1	1	0,25
dif USA-EU	1,25	1,25	0,75	0,5	0,5	0,25	-1	-1,75	-2	-2	-2	-2	-2	-2,25	-2,25	-2,75	-2,25	-2,25
EUR/USD	0,73	0,73	0,72	0,70	0,68	0,69	0,68	0,68	0,64	0,63	0,64	0,64	0,63	0,67	0,70	0,75	0,79	0,75

Kurz HUF/EUR, úrokové míry Maďarska a EU a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009

	2007										2008	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
H (úrok.m.)	8	8	8	7,75	7,75	7,75	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
EU (úrok.m.)	3,5	3,75	3,75	3,75	4	4	4	4	4	4	4	4
dif EU-H	-4,5	-4,25	-4,25	-4	-3,75	-3,75	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5	-3,5
HUF/EUR	249,84	246,00	248,53	250,22	246,95	255,16	253,43	251,07	254,51	253,15	256,05	262,12
	2008										2009	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
H (úrok.m.)	7,5	8	8,25	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	11	10	9,5	9,5
EU (úrok.m.)	4	4	4	4	4	4,25	4,25	3,75	3,25	2,5	2	2
dif EU-H	-3,5	-4	-4,25	-4,5	-4,5	-4,25	-4,25	-4,75	-7,75	-7,5	-7,5	-7,5
HUF/EUR	259,74	253,74	247,37	242,36	231,86	235,90	240,69	259,66	265,11	264,87	279,78	298,28

Kurz GBP/EUR, úrokové míry Velké Británie a EU a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009

	2007										2008	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
GB(úrok.m.)	5,25	5,25	5,25	5,5	5,5	5,75	5,75	5,75	5,75	5,5	5,5	5,25
EU (úrok.m.)	3,5	3,75	3,75	3,75	4	4	4	4	4	4	4	4
dif EU-GB	-1,75	-1,5	-1,5	-1,75	-1,5	-1,75	-1,75	-1,75	-1,75	-1,5	-1,5	-1,25
GBP/EUR	0,68	0,68	0,68	0,68	0,67	0,68	0,69	0,70	0,71	0,72	0,75	0,75
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
GB(úrok.m.)	5,25	5	5	5	5	5	5	4,5	3	2	1,5	1
EU (úrok.m.)	4	4	4	4	4	4,25	4,25	3,75	3,25	2,5	2	2
dif EU-GB	-1,25	-1	-1	-1	-1	-0,75	-0,75	-0,75	0,25	0,5	0,5	1
GBP/EUR	0,78	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,80	0,79	0,83	0,90	0,92	0,89

Kurz CHF/USD, úrokové míry Švýcarska a USA a jejich diferenciál za období březen 2006 až únor 2009

	2006										2007							
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen
CH (úrok.m.)	1	1,25	1,25	1,25	1,5	1,5	1,5	1,75	1,75	1,75	2	2	2	2,25	2,25	2,25	2,5	2,5
USA (úrok.m.)	4,5	4,75	4,75	5	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25
dif USA-CH	3,5	3,5	3,5	3,75	3,75	3,75	3,75	3,5	3,5	3,5	3,25	3,25	3,25	3	3	3	2,75	2,75
CHF/USD	1,31	1,28	1,22	1,23	1,24	1,23	1,24	1,26	1,24	1,21	1,24	1,24	1,22	1,21	1,22	1,23	1,21	1,20
	2007				2008								2009					
	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
CH (úrok.m.)	2,5	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,75	2,5	1	0,5	0,5	0,5
USA (úrok.m.)	4,75	4,5	4,5	4,25	3	2,25	2	2	2	2	2	2	2	1	1	0,25	0,25	0,25
dif USA-CH	2,25	1,75	1,75	1,5	0,25	-0,5	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-1,5	0	-0,25	-0,25	-0,25
CHF/USD	1,19	1,17	1,12	1,14	1,10	1,09	1,01	1,01	1,04	1,04	1,03	1,08	1,11	1,14	1,19	1,15	1,13	1,17

Kurz JPY/USD, úrokové míry Japonska a USA a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009

	2007										2008	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
J(úrok.m.)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
USA (úrok.m.)	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	5,25	4,75	4,5	4,5	4,25	3	2,25
dif USA-J	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4	3,75	3,75	3,5	2,25	1,5
JPY/USD	117,22	118,88	120,85	122,63	121,45	116,71	114,99	115,95	110,93	112,15	107,79	107,11
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
J(úrok.m.)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,5	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
USA (úrok.m.)	2	2	2	2	2	2	2	1	1	0,25	0,25	0,25
dif USA-J	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,5	0,7	0,7	0,15	0,15	0,15
JPY/USD	100,79	102,56	104,33	106,89	106,83	109,29	106,62	100,12	96,81	91,20	90,35	92,46

Kurz NZD/JPY, úrokové míry Nového Zélandu a Japonska a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009

	2007										2008	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
NZ(úrok.m.)	7,25	7,5	7,75	7,75	8	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25	8,25
J (úrok.m.)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
dif J-NZ	-6,5	-6,75	-7	-7	-7,25	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5
NZD/JPY	0,0122	0,0115	0,0113	0,0108	0,0105	0,0118	0,0121	0,0114	0,0118	0,0116	0,0120	0,0117
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
NZ(úrok.m.)	8,25	8,25	8,25	8,25	8	8	7,5	6,5	6,5	5	3,5	3,5
J (úrok.m.)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,5	0,3	0,3	0,1	0,1	0,1
dif J-NZ	-7,5	-7,5	-7,5	-7,5	-7,25	-7,25	-7	-6,2	-6,2	-4,9	-3,4	-3,4
NZD/JPY	0,0124	0,0124	0,0123	0,0123	0,0124	0,0129	0,0139	0,0164	0,0183	0,0197	0,0202	0,0210

Kurz HUF/PLN, úrokové míry Maďarska a Polska a jejich diferenciál za období březen 2007 až únor 2009

	2007										2008	
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
H(úrok.m.)	8	8	8	7,75	7,75	7,75	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
PL (úrok.m.)	4	4	4,25	4,25	4,5	4,5	4,75	4,75	4,75	5	5	5,25
dif PL-H	-4	-4	-3,75	-3,5	-3,25	-3,25	-2,75	-2,75	-2,75	-2,5	-2,5	-2,25
HUF/PLN	64,30	64,47	65,68	65,73	65,53	66,95	66,87	67,74	69,59	70,30	70,95	73,29
	březen	duben	květen	červen	červenec	srpen	září	říjen	listopad	prosinec	leden	únor
H(úrok.m.)	7,5	8	8,25	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	11	10	9,5	9,5
PL (úrok.m.)	5,5	5,75	5,75	5,75	6	6	6	6	5,75	5	4,25	4
dif PL-H	-2	-2,25	-2,5	-2,75	-2,5	-2,5	-2,5	-2,5	-5,25	-5	-5,25	-5,5
HUF/PLN	73,46	73,72	72,70	71,85	71,15	71,68	71,33	72,79	71,11	66,23	66,16	64,20