

Univerzita Pardubice

Fakulta ekonomicko-správní

Dopad měnové politiky ČNB na ziskovost vybraného podniku

Bc. Karolína Broklová

Diplomová práce

2019

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

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE (PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Karolína Broklová**
Osobní číslo: **E17490**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Ekonomika a management podniku**
Název tématu: **Dopad měnové politiky ČNB na ziskovost vybraného podniku**
Zadávající katedra: **Ústav podnikové ekonomiky a managementu**

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

Cílem práce je analyzovat dopad devizových intervencí a konvenční měnové politiky ČNB na ziskovost vybraného podniku. Bude provedena finanční analýza vybraného podniku a na základě analýz časových řad bude posouzen dopad měnové politiky ČNB na výnosnost vybraného podniku.

Osnova:

- Cíle a nástroje měnové politiky.
- Ukazatele ziskovosti podniku.
- Vliv intervencí ČNB na ziskovost vybraného podniku.

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: **cca 50 stran**

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

Seznam odborné literatury:

ČERNOHORSKÁ, L. Komplexní pohled do bankovního světa. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015. ISBN 978-80-7395-863-3.

CHOUDHRY, M. An introduction to banking: liquidity risk and asset-liability management. Chichester: Wiley, 2011. ISBN 978-0-470-68725-3.

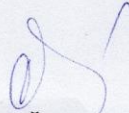
JÍLEK, J. Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.

POSPÍŠIL, R. Základy měnové politiky a bankovníctví. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, Filozofická fakulta, 2013. ISBN 978-80-244-3514-5.

REVENDA, Z. Centrální bankovníctví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

RŮČKOVÁ, P. Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. 3., rozš. vyd. Praha: Grada, 2010. ISBN 978-80-247-3308-1.

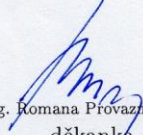
Vedoucí diplomové práce:


Ing. Liběna Černožorská, Ph.D.

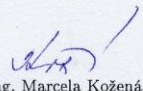
Ústav ekonomických věd

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

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


doc. Ing. Romana Průvazníková, Ph.D.
děkanka

L.S.


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

V Pardubicích dne 3. září 2018

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.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 9/2012, bude práce zveřejněna v Univerzitní knihovně a prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 23. 4. 2019

Karolína Broklová

PODĚKOVÁNÍ

Tímto bych ráda poděkovala mé vedoucí diplomové práce Ing. Liběně Černožské Ph.D., za vstřícný a milý přístup, odbornou pomoc a cenné rady. Dále bych ráda poděkovala rodině, která mi byla po dobu studia oporou.

Poděkování patří i Ing. Ondřeji Vobejdovi za pochopení a trpělivost.

ANOTACE

Záměrem diplomové práce je zhodnocení dopadu nekonvenční politiky České národní banky na ziskovost vybraného podniku. Primárně se to týká vlivu devizových intervencí na ukazatele výnosnosti vybraného podniku. Dále bude provedena analýza ziskovosti vybrané firmy a následně bude posouzen dopad měnové politiky ČNB na výnosnost vybraného podniku za pomoci analýzy časových řad.

KLÍČOVÁ SLOVA

Centrální banka, kointegrace, měnová politika, ziskovost podniku.

TITLE

The impact of the Czech National Bank's monetary policy on the profitability of the selected company.

ANNOTATION

The aim of the thesis is to evaluate the impact of the unconventional policy of the Czech National Bank on the profitability of the selected company. It is assumed that this is the effect of foreign exchange interventions on the profitability indicators of the selected company. The profitability analysis of the selected company will be performed and the impact of the Czech National Bank's monetary policy on the profitability of the selected company will be assessed through the analysis of time series.

KEYWORDS

Central bank, cointegration, monetary policy, profitability of the company.

OBSAH

ÚVOD	10
1 MĚNOVÁ POLITIKA	13
1.1 Cíle monetární politiky	14
1.2 Nástroje monetární politiky.....	17
1.3 Měnově-politické režimy.....	20
2 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA.....	21
1.4 Funkce ČNB	21
2.1 Měnová politika ČNB	22
2.1.1 Vývoj ČNB a její měnové politiky	23
2.1.2 Cílování inflace	24
2.2 Cíle ČNB.....	25
2.3 Měnově-politické nástroje ČNB	26
2.3.1 Devizové intervence	30
3 FINANČNÍ ANALÝZA.....	33
3.1 Zdroje a metody finanční analýzy	33
3.2 Ukazatele ziskovosti podniku	34
4 PODNIK XY	35
4.1 Analýza výkonosti podniku	36
4.2 Zhodnocení ziskovosti podniku XY.....	41
5 STATISTICKÁ ANALÝZA.....	44
5.1 Rešerše literatury	44
5.2 Časové řady	45
5.3 Vliv úrokové sazby PRIBOR na poměrové ukazatele podniku XY	47
5.3.1 Testování optimálního řádu zpoždění.....	47
5.3.2 Testování stacionarity	48
5.3.3 Testování kointegrace	50
ZÁVĚR.....	52
POUŽITÁ LITERATURA	54
PŘÍLOHY	59

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obr. 1 Rozpory mezi cíli měnové politiky v tržní ekonomice	14
Obr. 2 Nástroje monetární politiky	17
Obr. 3 Konvenční a nekonvenční měnová politika	18
Obr. 4 Cílování inflace ČNB	24
Obr. 5 Inflace v letech 2006–2018	25
Obr. 6 Vývoj úrokových sazeb v letech 2006–2018 (v %)	28
Obr. 7 Objemy devizových obchodů ČNB v letech 2006-2018 (v mld. CZK).....	31
Obr. 8 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2008-2018.....	32
Obr. 9 Aktiva podniku XY v letech 2006-2018 (v tis CZK).....	37
Obr. 10 Pasiva podniku XY v letech 2006-2018 (v tis CZK).....	37
Obr. 11 Vývoj ROA v odvětví a ROA v podniku XY (v %), v letech 2006-2018	39
Obr. 12 Vývoj ROE v odvětví a ROE v podniku XY (v %), v letech 2006-2018	40
Obr. 13 Vývoj ROE v odvětví a ROE v podniku XY (v %), v letech 2006-2018	41
Obr. 14 Vývoj PRIBOR, ROA, ROE a ROS před a po první diferenci dat.....	50

SEZNAM TABULEK

Tab. 1 Cíle centrálních bank.....	16
Tab. 2 Rentabilita aktiv podniku XY v letech 2006-2018	38
Tab. 3 Rentabilita vlastního kapitálu podniku XY v letech 2006-2018.....	39
Tab. 4 Rentabilita tržeb podniku XY v letech 2006-2018	40
Tab. 5 Optimální řád pro ROA.....	48
Tab. 6 Optimální řád pro ROE	48
Tab. 7 Optimální řád pro ROS	48
Tab. 8 Výsledky testu ADF pro jednotlivé proměnné.....	49
Tab. 9 Výsledky testu ADF pro jednotlivé diferencované proměnné.....	49
Tab. 10 Výsledky Engel – Grangerova testu.....	50

SEZNAM ZKRATEK

ADF	Dickey-Fullerův test
AIC	Akaikeho informační kritérium
CPI	Celkový index spotřebitelských cen
CPIX	Index čisté inflace
ČNB	Česká národní banka
EAT	Zisk po zdanění a úroky
EBIT	Zisk před úroky a zdaněním
ROA	Rentabilita aktiv
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb

ÚVOD

Oblast měnových intervencí je často diskutovaným tématem. Avšak většina studií se věnuje vlivu měnové politiky na makroekonomické dění ve státech, nikoliv vlivu na výkonost podniků. Z tohoto důvodu a z důvodu odlišnosti názorů na nekonvenční měnovou politiku bylo zvoleno právě toto téma.

Jeden z hlavních cílů České národní banky je udržení cenové stability. Z důvodu splnění tohoto cíle, bylo koncem roku 2007 nutné snížit cenovou hladinu na požadovanou úroveň. Proto Česká národní banka využila svých měnově-politických nástrojů a začala snižovat úrokové sazby. Rok 2008 je rokem, kdy svět zasáhla finanční a hospodářská krize, ekonomika České republiky se nacházela v útlumu a tak centrální banka k oživení ekonomiky a odvrácení rizika deflace dále používala svůj konvenční (klasický) měnově-politický nástroj, kterým je snižování úrokových sazeb. V roce 2012 již nebylo dále kam úrokové sazby snižovat, protože se dostaly na tzv. technickou nulu, bylo tedy třeba využít jeden z nekonvenčních nástrojů, kterým byl kurzový závazek koruny k euru a to 27 korun za euro. Snížit inflační hodnoty na požadovanou úroveň se povedlo v roce 2017 a tak v dubnu tohoto roku byly devizové intervence ukončeny. Nebyl žádný důvod udržovat kurz koruny k euru a tak se Česká národní banka, po ukončení devizových intervencí, znovu uchýlila k používání klasických měnově-politických nástrojů, kterými jsou operace na volném trhu.

Záměrem této diplomové práce je zjistit zda má měnová politika centrální banky vliv na ziskovost vybraného podniku. V první kapitole bude popsána měnová politika a její nástroje, které musí být použity pro dosažení cílů, které byly nastaveny centrálními bankami. Pro pochopení problematiky nastavení měnové politiky v České republice bude věnována i část práce měnově-politickým režimům v České republice. Nesmí být vynechán popis funkcí České národní banky, vývoj České národní banky a z důvodu zaměření na devizové intervence bude mít v této kapitole místo i problematika cílování inflace.

Další kapitolou bude finanční analýza, kde bude charakterizován vybraný podnik, jehož data budou použita, jak pro analýzu ziskovosti podniku, tak pro statistickou analýzu. V této kapitole budou popsány především ukazatele ziskovosti podniku a následně budou i pro vybraný podnik vypočítány. Předposlední částí této diplomové práce bude statistická analýza, kde bude provedena analýza časových řad.

Cílem diplomové práce je zhodnotit dopad konvenční a nekonvenční měnové politiky České národní banky na ziskovost vybraného podniku. Bude tedy analyzována účinnost měnové politiky realizované formou devizových intervencí (pomocí krátkodobé úrokové sazby PRIBOR). Dlouhodobý vztah účinnosti devizových intervencí a zvolených ukazatelů ziskovosti podniku bude hodnocen pomocí Engel-Grangerova kointegračního testu. Ke splnění hlavního cíle je třeba splnit i cíle dílčí:

- vymezení cílů měnové politiky,
- charakteristika nástrojů měnové politiky,
- určení a výpočet ukazatelů ziskovosti.

1 MĚNOVÁ POLITIKA

V této kapitole bude v teoretickém měřítku rozebrána měnová neboli monetární politika. Budou zde objasněny přístupy měnové politiky, jako jsou restriktivní měnová politika, expanzivní měnová politika a neutrální měnová politika. Zaměřeno bude především na cíle monetární politiky, kterými jsou podpora cenové stability, podpora cenového růstu, podpora zaměstnanosti, stabilita měnového kurzu, stabilita dlouhodobých úrokových sazeb, stabilita finančního systému a v neposlední řadě nesmějí být v této kapitole opomenuty nástroje monetární politiky. Aby bylo možné v další části této diplomové práce porozumět problematice, nebude vynechána ani charakteristika České národní banky a její činnosti, jelikož je to právě ona, která v České republice provádí měnovou politiku. A posledním bodem této kapitoly bude vysvětlení devizových intervencí ČNB.

Monetární případně měnová politika státu je součástí **hospodářské politiky** státu. Je tedy pochopitelné, že dokáže ovlivnit všechny subjekty ekonomiky. Těmito subjekty jsou domácnosti, firmy i stát, monetární politika ale v mnoha případech překračuje i tyto hranice a stává se tak mezinárodním problémem, který je třeba řešit ve větším – mezinárodním měřítku (Kliková a Kotlán, 2012).

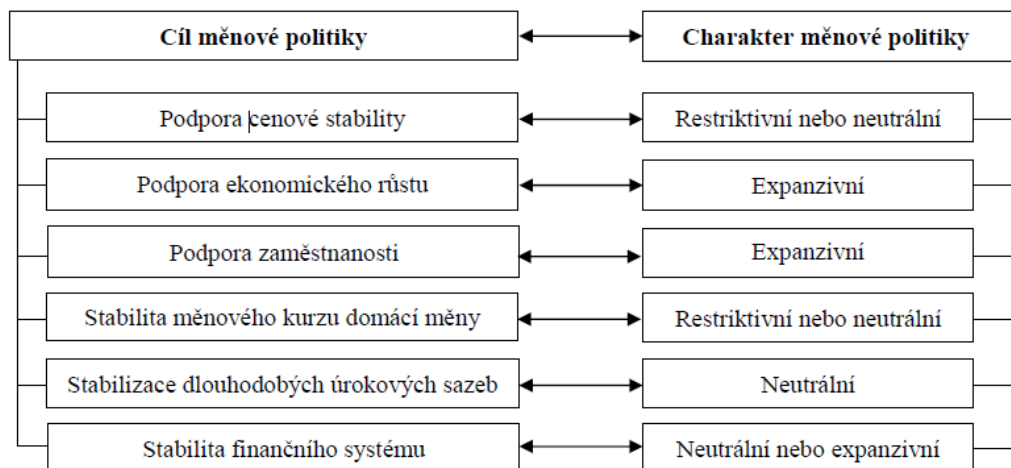
Jelikož monetární politika je nerozlučitelnou součástí hospodářské politiky začneme vymezením právě tohoto aspektu, kterému se věnuje Pospíšil (2013). Hospodářská politika je komplexní pojetí cílů, nástrojů a metod, které slouží k ovlivňování a zajištění vybraných ekonomických procesů. A právě oním nástrojem hospodářské politiky je politika monetární. Její vymezení v tomto ohledu souvisí s nezávislostí centrálních bank, které jsou vrcholným orgánem měnové politiky.

Hlavním cílem hospodářské politiky je povzbuzení celkové produkce v ekonomice. Mezi další cíle zařadíme udržování nízké nezaměstnanosti a udržení cenové hladiny.

Měnová politika se řadí mezi nejdůležitější činnosti centrálních bank v tržních ekonomikách. Za situace kdy se množství peněz v oběhu rovná právě potřebnému množství peněz v ekonomice je dosažena stabilita cenové hladiny. V tržní ekonomice je vývoj vztahů usměrňován nabídkou a poptávkou. Díky tomu lze peněžní rovnováhu definovat jako stav, ve kterém se peněžní nabídka právě rovná poptávce po penězích (Černohorský, 2011).

1.1 Cíle monetární politiky

Hlavním cílem monetární politiky je uchovat stabilní cenovou hladinu. Mezi nástroji a konečnými cíli politiky centrálních bank jsou ještě cíle zprostředkující. Na Obr. 1 je možné vidět, jaký charakter monetární politiky způsobí jednotlivé cíle.



Obr. 1 Rozpory mezi cíli měnové politiky v tržní ekonomice

Zdroj: Zpracováno dle Revenda, 2013

Jak je vidět na Obr. 1 lze měnovou politiku rozdělit dle charakteru na restriktivní, expanzivní a neutrální monetární politika. Toto členění je stanoveno dle směru, jakým je nastaven operační cíl. Jiné, novější zdroje (na příklad Cúrdia a kolektiv, 2019) také uvádějí členění na konvenční a nekonvenční měnovou politiku. Toto rozdělení se řídí podle použitých nástrojů k dosažení cíle. Detailněji jednotlivé charaktery měnové politiky rozebírá ve své knize Jílek (2013).

Expanzivní měnová politika (Accomodative monetary policy) je činnost centrální banky, kdy se sníží krátkodobé úrokové míry. Tím se sníží úroková míra i u ostatních bank, to zapříčiní, že klienti jsou aktivnější v přijímání nových úvěrů, a kromě toho domácnosti a podniky více utrácí. Celkový výsledek tedy je, že se zvyšuje rychlost obratu peněz. Tato činnost stimuluje hospodářství a uplatňuje se v době, kdy se očekává nízká inflace, slabé hospodářství a vysoká nezaměstnanost.

Restriktivní politika (Tight monetary policy) je činností spočívající ve zvýšení krátkodobých úrokových měr. Čímž se zvýší i ostatní úrokové míry, banky mají nižší ochotu půjčovat, klienti nejsou tak aktivní a domácnosti či podniky méně utrácí. To má za následek snížení rychlosti obratu peněz v ekonomice. Tato politika je použita z důvodu tlumení hospodářství. Uplatňuje

se v situacích, kdy budou vysoké inflace, nízká nezaměstnanost a rychlé tempo růstu hospodářství spojeného s růstem mezd a spotřebních cen.

Janáčková (2015) uvádí že, **neutrální měnová politika** (Neutral monetary policy) je činností, kdy se stabilizuje „rozumné“ tempo růstu množství peněz v oběhu.

Dále se měnová politika člení dle využívání nástrojů. Jedná se tedy o rozdělení na konvenční a nekonvenční měnovou politiku.

Konvenční monetární politika je klasické využívání měnové politiky v praxi, jejíž jádro je založené především na regulaci krátkodobé úrokové míry a domácí měny na mezibankovním trhu, prostřednictvím operací na volném trhu.

Nekonvenční měnová politika je politika, kterou zvolí centrální banky v období, kdy klasické (konvenční) nástroje nemají takovou účinnost. Pro dosažení cíle monetární politiky je tedy nutné, aby centrální banky sáhly po tzv. nekonvenčních nástrojích. Tato situace nadejde ve chvíli, kdy se úrokové sazby dostanou k nulové hranici, ale vývoj ekonomické situace vyžaduje uvolnění monetární politiky. Do nekonvenční politiky zahrnujeme nejen kvantitativní a kvalitativní uvolňování měnové politiky, ale také explicitní závazek držet sazby nízko po delší období. Dále se za nekonvenční politiku považuje použití kurzu. Vyžití kurzu, jako nástroje měnové politiky je bráno, jako uvolňování měnových podmínek. Každá centrální banka má trochu jiné hlavní cíle. Specifické cíle jednotlivých bank jsou zobrazeny v Tab. 1 (ČNB, 2019a).

Tab. 1 Cíle centrálních bank

Banka	Cíl banky
Evropská centrální banka (ECB)	Stabilita cen a inflace okolo 2%.
Česká národní banka	Finanční a měnovou stabilita.
Centrální banka USA (FED)	Dosažení max. zaměstnanosti, dlouhodobý hospodářský růst a cenová stabilita, nebo úroková stabilita.
Bank of England	Cenová stabilita a udržení míry inflace okolo 2% za podpory cílů vlády.
Centrální banka Švédska	Udržení inflace okolo 2%.
Centrální banka Norska	Stabilita finančního systému, tedy stabilita inflace.
Centrální banka Japonska	Emise bankovek a cenová stabilita.
Centrální banka Kanady	Udržení finanční stability a inflace za růstu životní úrovně obyvatel.
Centrální banka Ruska	Bezproblémové fungování platebního systému a finanční stabilita.
Centrální banka Číny	Udržení hodnoty své měny a stabilita měnového systému.

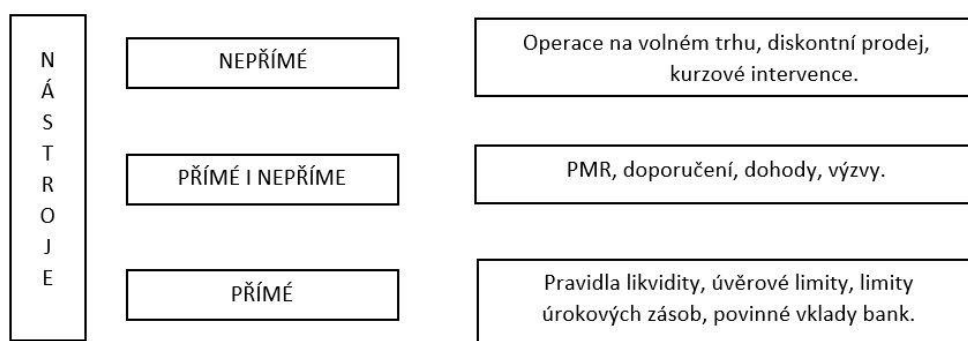
Zdroj: Zpracováno dle Černožorská, 2017

Protože je Česká republika členem Evropské unie je i její centrální banka součástí Evropského systému centrálních bank, tím pádem se podílí i na plnění jeho cílů a úkolů. Také je příslušníkem Evropského systému dohledu nad finančními trhy a spolupůsobí s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými orgány.

Cílem Evropské centrální banky je tedy péče o cenovou stabilitu. Dále Evropská centrální banka podporuje obecné hospodářské politiky, které mají záměr podporovat harmonický a vyvážený rozvoj hospodářských činností v Evropském systému centrálních bank, trvalý a neinflační hospodářský růst, který respektuje životní prostředí, vysokou hladinu zaměstnanosti a sociální ochrany, vysokou konvergenci ekonomické výkonnosti a vytvoření trhu, který bude společný se společnou hospodářskou a měnovou unií, kde centrální banky provádí společné politiky a činnosti (ČNB, 2019b).

1.2 Nástroje monetární politiky

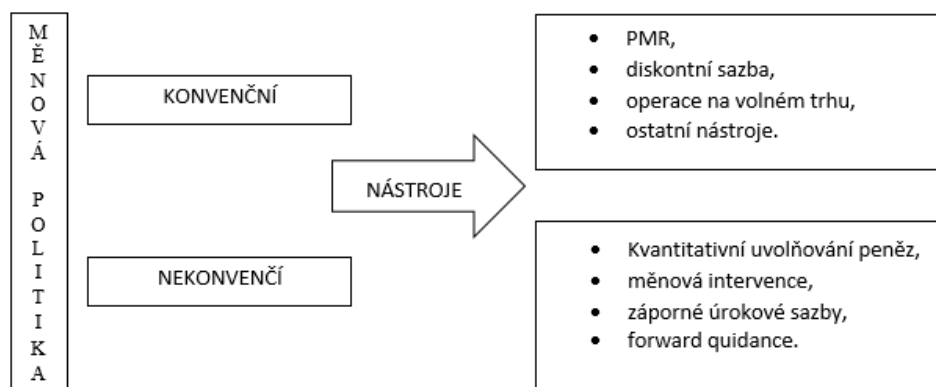
Pro naplnění cílů měnové politiky využívá centrální banka několik operativních měnových nástrojů, které jsou znázorněny na Obr. 2. Tyto nástroje je možné rozdělit na přímé a nepřímé. Dle Revendy (2011), přímé neboli administrativní nástroje ovlivňují rozhodování a chování bank. Do těchto nástrojů mimo jiné patří zákazy a příkazy bankám, které vzhledem k jejich povaze oslabují fungování přirozeného tržního řádu. Zatímco nepřímé nástroje, tzv. tržní nástroje měnové politiky, je možné charakterizovat jejich rovným vlivem na bankovní systém v celku. Mají možnost usměrnit rozhodnutí obchodních bank nepřímo, tzn. pomocí tržních nástrojů. Jsou mnohem více používanější, jelikož mají plošný vliv na veškeré ekonomické subjekty. Mezi nejčastější patří operace na volném trhu, diskontní politika a změny povinných minimálních rezerv. Centrální banky vyspělých zemí však mnohem častěji využívají nepřímé nástroje, které působí na bankovní sektor plošně a ovlivňují tržně konformním způsobem jednání banky.



Obr. 2 Nástroje monetární politiky

Zdroj: Zpracováno dle Zeman, Slezák 2010

Na dalším obrázku, Obr. 3, jsou zobrazeny příklady nástrojů konvenční a nekonvenční politiky. Konvenční nástroje standardně zprostředkovávají realizaci monetární politiky. Pokud však nastane ekonomický problém, například světová krize, pak se tyto nástroje jeví jako nedostatečné a je nutné, aby centrální banky volily nástroje nekonvenční měnové politiky (ČNB, 2019a,b).



Obr. 3 Konvenční a nekonvenční měnová politika

Zdroj: Zpracováno dle: Cúrdia a kolektiv, 2019

Povinné minimální rezervy (dále jen PMR) jsou pokládány za finanční prostředky, které povinně obchodní banky ukládají u centrálních bank. PMR jsou vypočítány jako procento z vkladů od nebankovních institucí. PMR, které jsou uloženy u centrální banky, se úročí 2T repo sazbou. Pokud se PMR sníží, je následný efekt takový, že komerční banky mají více volných peněžních prostředků, které mohou poskytnout jako úvěr dalším subjektům, tudíž množství peněz v ekonomice roste. Zvýšení PMR má opačný efekt.

Diskontní sazba neboli úroková míra vyjadřuje cenu peněz, které si komerční banka vypůjčila od centrální banky. Výše těchto sazeb má vliv na úrokové míry na trhu. Což opět vede k ovlivňování množství peněz v ekonomice. Pokud se zvýší diskontní sazba, tak komerční banky ztratí zájem o úvěry od centrální banky a svoje úrokové míry, za které půjčují nebankovním subjektům, zvýší. Nebankovní subjekty následně také ztratí zájem o tyto úvěry a množství peněz v ekonomice se sníží. Snížení diskontní sazby vede k opačnému efektu, tedy ke zvýšení množství peněz v ekonomice.

Operace na volném trhu představují nákup či prodej cenných papírů a provádění repo obchodů. Pokud centrální banka nakupuje cenné papíry, dochází ke zvýšení množství peněz v ekonomice, naopak při prodeji je množství peněz z ekonomiky stahováno. Repo obchody fungují na prodeji cenných papírů centrální bankou za situace, že tyto cenné papíry centrální banka odkoupí zpět v předem daném termínu. Cena cenných papírů je při zpětném odkupu zvýšena o úroky.

Ostatní nástroje jsou například: úvěrové limity, minimální úrokové sazby z vkladů přijímaných komerčními bankami a stanovení maximální úrokové sazby z úvěrů poskytovaných komerčními bankami (Černohorská, 2017).

Podle Janáčkové (2015), představuje **kvantitativní uvolňování** situaci, kdy se centrální banka snaží uvolňovat měnové podmínky, tím že zvýší množství likvidních peněz v ekonomice. A to nákupem méně likvidních cenných papírů, především vládních dluhopisů. Peníze nalité v oběhu „zmizí“ v tu chvíli, kdy jsou dluhopisy splaceny, nebo ve chvíli kdy centrální banka státní dluhopisy opět prodá. Tímto procesem se centrální banka snaží refinancovat vládní dluh a snižovat úroky, které jsou považovány z vládních dluhopisů. Žádné nové peníze centrální banka netiskne, pouze jsou připsány na účet dané banky. Logicky tedy dochází k nárůstu finančních prostředků v ekonomice a zároveň má daná situace vliv na růst inflace a hrubého domácího produktu.

Záporné úrokové sazby jsou další z nekonvenčních nástrojů měnové politiky, jejich cílem je znevýhodnění držby volných peněžních prostředků na účtech. Tento proces má donutit komerční banky k využití volných rezerv pro financování reálné sféry ekonomiky. Zároveň se snižují veškeré tržní úrokové sazby, což motivuje podniky a domácnosti k menšímu spoření a většímu investování a nakupování. Snížení úrokových sazeb ovlivní i domácí měnu, která je kvůli tomu oslabena. Tento proces platí pouze vůči ekonomikám s vyššími úrokovými sazbami. Snížení úrokových sazeb může omezit příliv peněz ze zahraničí.

Měnovým intervencím se ve své knize věnuje Franta (2014), který tvrdí, že nastávají, když centrální banka určí danou hladinu měnového kurzu. A aby dosáhla daného cíle, intervenuje na devizovém trhu dle potřeby. Nicméně vždy tak, aby dosáhla svého závazku a nepřesáhla určenou hladinu měnového kurzu. Kvůli tomu, že se nakupuje cizí měna za domácí měnu, dochází k oslabení měny domácí. Díky tomuto oslabení domácí měny se ceny dováženého zboží zvyšují a tím pádem se v konečném důsledku zvyšuje i inflace.

Forward guidance provádí centrální banka působením na krátké úrokové míry, čímž ovlivní i dlouhodobé úrokové míry. Je to možné provést dvěma způsoby. Za prvé zveřejněním prognózy budoucího vývoje měnové politiky, nebo za druhé definicí explicitního závazku, kterého bude chtít centrální banka dosáhnout. Například stanovení minimální hodnoty krátkodobé úrokové míry, kterou bude centrální banka udržovat (Komárek, 2014).

1.3 Měnově-politické režimy

Režimy nám představují, jakým způsobem je prováděna měnová politika. Je možné rozeznat tyto typy měnově politických režimů:

- režim s implicitní nominální kotvou,
- cílování peněžní zásoby,
- cílování měnového kurzu,
- cílování inflace.

Definováním režimů se ve svém díle věnují Černohorský a Teplý (2011), podle nich pokud centrální banka využívá **režim s implicitní nominální kotvou**, tak se soustředí na interně definovanou, určitou veličinu. Touto veličinou může být např. měnový agregát, úroková sazba, atd. Vychází se zde z faktu, že existuje vysoká důvěryhodnost centrální banky. Pokud by nebyla důvěryhodnost centrální banky vysoká, nebude tento režim fungovat. Pokud je tento předpoklad splněn, pak je možné dosáhnout žádoucích změn inflace i bez explicitních cílů.

Dalším režimem je **cílování peněžní zásoby**, kde se musí zájem směřovat na tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Předpokladem zůstává, že růst cen je dlouhodobě ovlivňován vývojem peněžní nabídky. Problém ovšem nastává v případě zvolení nevhodného peněžního agregátu. Musí to být takový měnový agregát, který je centrální banka schopna ovlivňovat.

Cílování měnového kurzu je režim kde centrální banka usiluje, prostřednictvím změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí, o určitou hodnotu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země, z této země pak „importuje“ cenovou stabilitu. K udržení tohoto stavu je nezbytné, aby cílující země disponovala s dostatečným množstvím devizových rezerv. Velkou nevýhodou tohoto režimu je ztráta autonomní měnové politiky. Respektive vzdání se regulace množství peněz v oběhu a úrokových sazeb.

Cílování inflace je režim, který je v současné době využíván ČNB. Centrální banka s určitým předstihem veřejně informuje o inflačním cíli o jehož dosažení bude usilovat. V tomto případě mluvíme o aktivních a přímých formování inflačních očekávání. Bylo by vhodné znát informace o trhu práce, dovozních cenách, mezeru výstupu, nominální a reálné úrokové sazby či ceny vývozu. Tento režim bude podrobněji pospán v podkapitole 2.1.2 (Černohorský, Teplý 2011).

2 ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

Tato kapitola bude zaměřena na charakteristiku České národní banky (dále jen ČNB). Bude zde stručně rozebrán vývoj ČNB jako instituce a s ní i vývoj její měnové politiky. Dále bude detailněji zaměřeno na cíle ČNB a definici jejích funkcí. Další podkapitola bude věnována nekonvenční politice, jejímž nástrojem jsou právě devizové intervence, které jsou důležitým tématem v této práci. Vymezení devizových intervencí bude následovat v poslední části této kapitoly.

Ústřední neboli centrální bankou pro Českou republiku je ČNB. Činnost ČNB podléhá Ústavě České republiky a zároveň musí být v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů a jinými náležitými právními předpisy. Nejvyšším orgánem této organizace je bankovní rada v čele s guvernérem, dvěma viceguvernéry a čtyřmi dalšími členy. ČNB je složkou několika systémů, kterými jsou: Evropský systém centrálních bank, Evropský systém dohledu nad finančními trhy. Dále ČNB vyvíjí spolupráci s Evropskou radou pro systémová rizika. ČNB se účastní i na realizaci jejich úkolů a cílů. Vedoucím orgánem pro ČNB je bankovní rada, která musí umět odborně hospodařit s majetkem. Mezi tento majetek patří i devizové rezervy. Primární činností ČNB je péče o cenovou stabilitu. Tento cíl je realizován za pomoci měnově-politických nástrojů a jejich účinnost je závislá na podmínce, že ČNB je nezávislou organizací. ČNB je tedy orgánem České republiky, který vykonává dohled nad finančním trhem. Je to také instituce příslušná k řešení krize na finančním trhu (ČNB, 2019b).

1.4 Funkce ČNB

ČNB vykonává funkce, které vycházejí z jejího samotného cíle. Obsah těchto funkcí se může v čase vyvíjet. Dalo by se říci, že všechny centrální banky ekonomicky vyspělých států plní podobné základní funkce. Veškeré funkce centrálních bank tedy plynou z cílů, které si centrální banky stanoví.

Dle Černohorské (2017), jsou základními funkcce ČNB:

- emise hotovostního oběživa,
- banka pro ostatní banky,
- provádění měnové politiky,
- banka státu,

- dohled nad finančním trhem statistická činnost,
- zastupování státu v mezinárodních finančních institucích,
- správa devizových rezerv.

ČNB je jedinou bankou v České republice, která má emisní monopol, což znamená, že má povoleno emitovat hotovostní peníze neboli oběživo. Je tedy možné říci, že první funkce ČNB zahrnuje základní operace s hotovostí. Další funkcí ČNB je regulace a dohled nad ostatními bankami. ČNB tedy vede účty ostatním bankám, poskytuje jim úvěry a provádí zúčtování mezi nimi. Dále také dává možnost bankám ukládat přebytečnou likviditu. ČNB pomocí

nástrojů měnové politiky provádění měnovou politiku a tím reguluje množství peněz v oběhu. Dále také poskytuje bankovní služby státu. Stará se tedy o státní dluh a vede účty dle zákona o rozpočtových pravidlech. Centrální banka má v České republice poradní hlas ve vládě v záležitostech, které se týkají měnové politiky či bankovníctví. Další neméně důležitou funkcí ČNB je dohled nad finančním trhem. Což v praxi znamená, že dohlíží i na jiné subjekty, než jsou banky. Těmito subjekty jsou pojišťovny, kapitálový trh, družstevní záložny, obchodníci s cennými papíry a investiční společnosti. Dále banka provádí statistickou činnost, kdy shromažďuje data, které využívá pro další činnosti. Zastupování státu v mezinárodních finančních institucích je další funkcí ČNB, která je zástupcem státu ve všech otázkách měnové politiky. V neposlední řadě je funkcí centrální banky správa devizových rezerv. ČNB operuje na devizovém trhu za účelem zabezpečení devizové likvidity státu a udržování hodnoty devizových rezerv a také ovlivňuje úroveň měnového kurzu a domácí měny k měnám zahraničí.

2.1 Měnová politika ČNB

Provádění monetární politiky je právně upraveno v ustanovení článku 98 Ústavy České republiky a v §2 zákona č. 6/1993 o České národní bance. Tento zákon nařizuje České národní bance zabezpečovat cenovou stabilitu a podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu. Tento druhý cíl, ale nesmí být v rozporu s prvním cílem a tedy se zabezpečením cenové stability. Do činnosti ČNB je možno zasahovat pouze na základě výše uvedeného zákona č. 6/1993 o České národní bance.

2.1.1 Vývoj ČNB a její měnové politiky

Jelikož po rozpadu Rakousko-Uherska bylo nutné, aby mělo Československo vlastní bankovní a měnový systém, byla založena v roce 1926 Národní banka Československá. Banka měla status akciové společnosti a ze 2/3 byla vlastněna soukromníky, zbylá 1/3 patřila státu a nesměla poskytovat úvěry státu. Její primární úkol byl **zajistit stabilitu československé měny**. Během válečné období banka nesla název Národní banka pro Čechy a Moravu. Veškerá její činnost musela být prováděna dle nařízení Říšské banky, která si vynutila převedení měnového zlata z ciziny. Po válce v roce 1948 se stala Národní banka Československá veřejným státním ústavem. Tato banka provedla v roce 1953 měnovou reformu. Pád komunistického režimu zapříčinil, že obchodní aktivity byly přesunuty z centrální banky na obchodní banky a zavedl se jednotný kurz koruny pro všechny druhy operací. Měnová politika byla opřena o mezicíle v podobě fixního kurzu a peněžní zásoby.

Po vzniku samostatné České republiky v roce 1993 vznikla ČNB. Z důvodu rozvoje peněžního trhu nebyla ČNB schopná v dostatečné míře plnit svůj hlavní cíl, kterým bylo udržení měnové stability. Přes narůstající problémy byla ČNB nucena opustit režim fixního kurzu. A tak v roce 1998 přešla ČNB **k režimu cílování inflace**. V následujících letech byly parametry toho režimu již pouze upravovány. V roce 2002 se přešlo k tzv. cílování celkové inflace. Tento režim prošel největší zatěžkávací zkouškou v roce 2008, kdy pod vlivem světové a hospodářské krize došlo k poklesu ekonomické aktivity a vzrostla averze bank vůči riziku. ČNB tedy začala razantním způsobem **snížovat úrokové sazby a zavedla dodávací repooperace**, které byly doplňkem ke stávajícím stahovacím repo operacím. Když se úrokové sazby dostaly na technickou nulu, bylo využito **nekonvenční měnové politiky** a to konkrétně využitím devizových intervencí. Kurzový závazek, který byl 27 CZK/EUR, byl zrušen v dubnu 2017. Což byl čas, kdy došlo ke splnění dvouprocentního inflačního cíle (ČNB, 2019e).

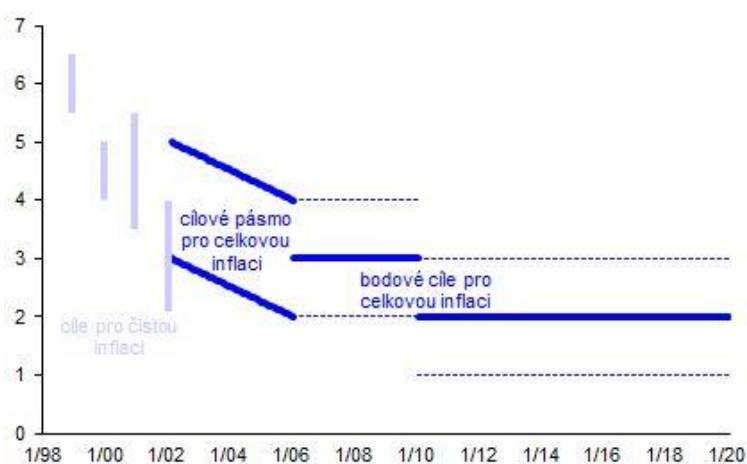
V současnosti ČNB musí při **zabezpečení cenové stability**, zvolit jeden z měnově politických režimů. Centrální banka, jak již bylo zmíněno výše, přešla k režimu cílování inflace v roce 1998. Při tomto režimu je nutné znát nejnovější prognózy, které bankovní rada ČNB posuzuje a vyhodnocuje rizika, která mohou nastat při nenaplnění těchto prognóz. Na základě těchto vyhodnocení je hlasováno o tom, zda by se mělo změnit nastavení měnově politických nástrojů, jejichž změnou centrální banka usiluje o kompenzaci excesivních inflačních či defenzivních tlaků, které mají vliv na budoucí inflaci (ČNB, 2019f).

2.1.2 Cílování inflace

Na konci roku 1997, byl vyhlášen střednědobý cíl v čisté inflaci. Index čisté inflace (dále jen CPIX), je odvozen z celkového indexu spotřebitelských cen (dále jen CPI). CPI vznikne vyloučením položek dosud regulovaných cen, které jsou ovlivněny administrativními opatřeními. CPI je upraven o vliv změn nepřímých daní. Čistá inflace je podmnožina celkové inflace, která je očištěná o změny regulovaných cen a nepřímých daní.

V rámci cílování inflace volí ČNB takovou úroveň úrokových sazeb, která bude držet inflaci na nízké a hlavně stabilní úrovni. Meziroční hodnota byla vymezena na úroveň 4,5 % +/- 1% bod.

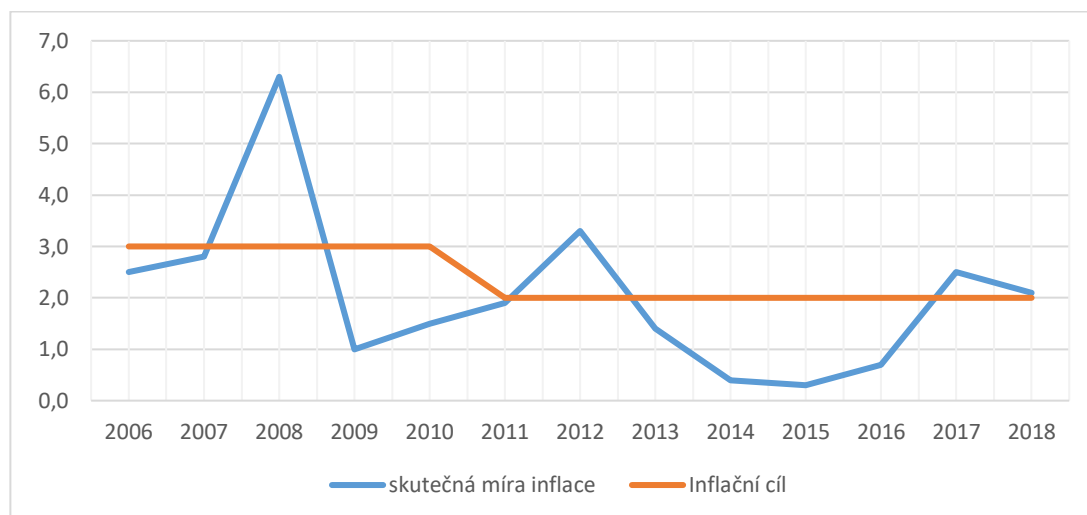
Jak lze vidět na Obr. 4, vedle střednědobého inflačního cíle byl centrální bankou stanoven také krátkodobý cíl pro konec roku 1998. Tato meziroční hodnota byla vyměřena na úrovni 6 % +/- 0,5% bodu. Dále byl v listopadu 1998 stanoven krátkodobý cíl v čisté inflaci pro konec roku 1999 v intervalu 4 – 5 %. Tyto stanovené cíle měly podobu intervalu a jejich plnění se kontrolovalo pro poslední měsíc v roce (ČNB, 20019i). Od roku 2002 se inflační cíle stanovovaly v podobě indexu spotřebitelských cen, který je pro veřejnost lépe pochopitelný. Smyslem cílování inflace mělo být udržení inflace v určitém koridoru a nejen dosahování stanovené inflace na konci roku. V roce 2006 byl cíl určen v podobě jediné hodnoty. Tato hodnota byla stanovena na 3 %. Nový inflační cíl byl vyhlášen v březnu 2007 ve výši 2 %. Tento cíl byl vyhlášen s platností od ledna roku 2010. Cílování inflace je možné vidět na Obr. 4, kde vidíme znázorněný inflační cíl od roku 1989 až do roku 2020 (ČNB, 2019g).



Obr. 4 Cílování inflace ČNB

Zdroj: ČNB 2019f

Pro lepší přehlednost si uvedeme následující graf (viz Obr. 5), na kterém je znázorněn vývoj inflace v letech 2006–2018.



Obr. 5 Inflace v letech 2006–2018

Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z ČSU a databáze ARAD

Jak je možné vidět, tak skutečná inflace kolem inflačního cíle kolísá. A v letech 2012–2013 a 2017–2018 se míra inflace dostává nad inflační cíl. V době měnových intervencí, se většinu času pohybuje pod inflačním cílem. V roce 2017 byly devizové intervence ukončeny právě z důvodu, že inflace dosáhla požadované hodnoty. Největší rozdíl byl v roce 2008, kdy míra inflace činila až 6,3 %. Takto vysoká inflace byla především z důvodu reformních opatření, které byly přijaty českou vládou. Zejména šlo o zvýšení snížené sazby DPH na 9 %, dále šlo o zavedení ekologických daní, zvýšení spotřebních daní u cigaret a tabáku a v neposlední řadě také zavedení regulačních poplatků ve zdravotnictví. Veškeré tyto faktory podle Českého statistického úřadu přispěly každý měsíc k meziroční inflaci půl procentním bodem.

2.2 Cíle ČNB

Centrální banka v rámci měnově-politického režimu, usiluje o splnění svého cíle, kterým je, dle zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance, péče o cenovou stabilitu. Tento hlavní cíl je doplněn o péči finanční stability a bezpečné fungování finančního systému v ČR. Veškerou svoji činnost tedy provádí za účelem splnění hlavního cíle. Cenovou stabilitou není myšleno, aby ceny stagnovaly, ale aby docházelo k mírnému růstu (ČNB,2019c).

Z hlediska finanční stability je cílem dosažení zdravého a fungujícího finančního systému. A zároveň předpokladem pro úspěšné splnění finanční stability je dosažení cenové stability a zdravého vývoje finančních institucí. V rámci splnění cíle finanční stability se ČNB snaží působit již preventivně. Informuje veřejnost o možných rizikových faktorech, které vedou k ohrožení finanční stability (ČNB, 2019n).

Konečným cílem je tedy kvantifikovaná míra inflace ve střednědobém časovém horizontu. V lednu 2010 byl centrální bankou nastaven inflační cíl na hodnotu 2 % a to s pásmem tolerance, kde spodní hranice byla 1 % a horní 3 %. Pokud by inflace nebyla stabilní došlo by k znehodnocení příjmů a úspor, k růstu nominálních úrokových sazeb a růstu ekonomických subjektů (ČNB, 2019c).

Dle Revendy (2011), je postup, kterým ČNB tohoto cíle dosahuje pro přehlednost ukázan v příloze C. Uvedené dopady, na tomto schématu, zobrazují pouze prognozovanou skutečnost. Pokud je, ale skutečná míra inflace nižší, než cílová míra, je to stejně špatné, jako kdyby byla vyšší. Finálním cílem ČNB tedy není snížení míry inflace za všech okolností na jakoukoli úroveň, ale udržet ji na cílové úrovni, či ve vymezeném pásmu.

2.3 Měnově-politické nástroje ČNB

ČNB dosahuje svého hlavního cíle (cenové stability) pomocí změn v nastavení měnových podmínek s využitím svých nástrojů a to především základních úrokových sazeb. O nastavení měnové politiky a využití těchto nástrojů rozhoduje bankovní rada ČNB a vychází z aktuálních makroekonomických prognóz. Dále do svého rozhodnutí zahrnuje i vyhodnocení rizik a jejich naplnění (ČNB, 2019l).

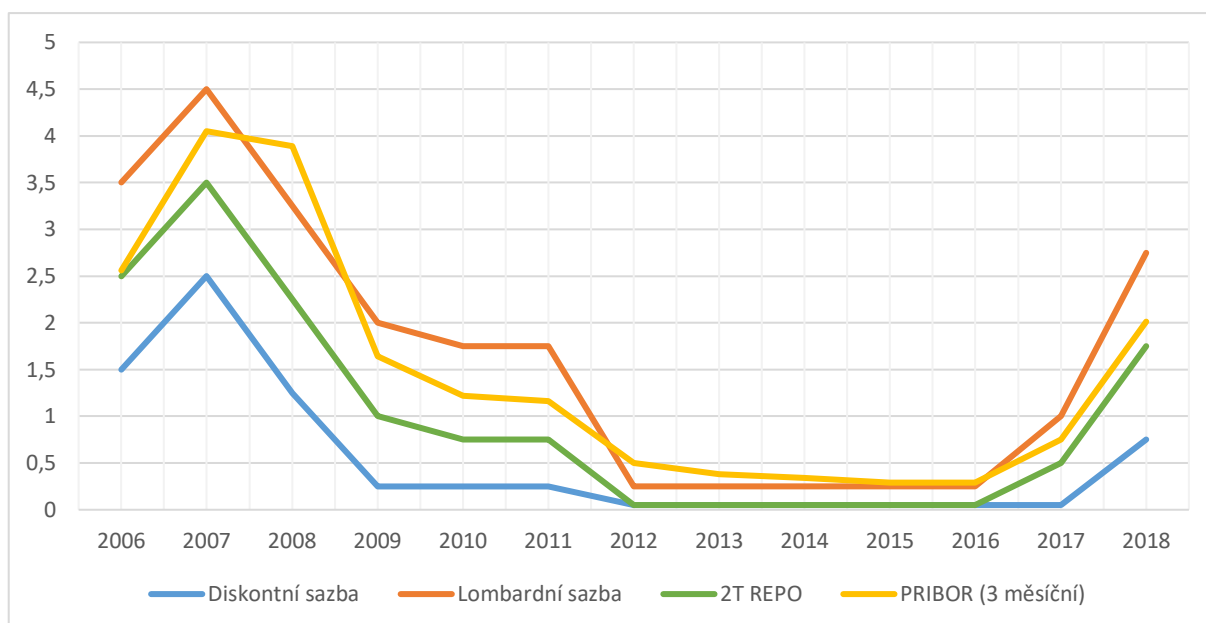
Nástroje, které ČNB využívá, či využívala pro plnění svého hlavního cíle jsou: operace na volném trhu, automatické facility, dodávací repooperace, povinné minimální rezervy a v neposlední řadě devizové intervence. Obecně jsou tyto nástroje popsány v kapitole 2.4.1 a v této kapitole budou definovány jako konkrétní nástroje České národní banky a to i s jejich vývojem.

Při operacích na volném trhu je využito tzv. repo sazby. Jak centrální banka tento nástroj využívá popisuje na svých stránkách ČNB (2019m). Touto sazbou reguluje Česká národní banka množství peněz v oběhu. ČNB tento nástroj dělí do 3 kategorií, a to podle toho, jak ho využívá, zda se jedná o hlavní nástroj, či doplňkový, nebo jen jemně ladící nástroj.

Pokud se jedná o hlavní měnový nástroj, pak má podobu repo operací, které jsou prováděny formou trendů. Základní doba těchto operací, je stanovena na 14 dní. Proto je dvoutýdenní repo sazba neboli 2T repo sazba považována za klíčovou. Vzhledem k situaci, že dochází k systémovému přebytku likvidity v bankovním sektoru, slouží repo trendy především k odčerpávání likvidity. ČNB realizuje repo tendry s variabilní sazbou, což znamená, že vyhlášená 2T repo sazba slouží jako maximální limitní taxa. Banky mohou ve stanovené době předat svůj objem a požadovanou úrokovou sazbu. Minimální objem je 300 mil. CZK a dále celé násobky 100 mil. CZK.

Pokud jsou však operace na volném trhu pouze, jako doplňkový měnový nástroj pak mají podobu tříměsíčního trendu, ve kterém ČNB přijme likviditu na období tří měsíců. Tříměsíční repo sazba není taxou ČNB, ale je to aktuální sazba peněžního trhu v době vypsání tendru. ČNB v současnosti tento nástroj nevyužívá. Snížení repo sazby vede k posílení agregátní poptávky, což má za následek posílení cenového růstu. Pokud je tedy prognóza taková, že se v budoucnu očekává inflace nad cílovou hodnotou, měla by centrální banka provádět restriktivnější monetární politiku. Tzn. navýšení repo sazby. A nakonec operace na volném trhu, jako nástroj jemného ladění používá ČNB zejména v případech, kdy jsou nečekané krátkodobé výkyvy v likviditě trhu. Například pokud je ohrožena stabilita vývoje v úrokových sazbách.

Ne vždy je nutností provádět restriktivnější resp. expanzivní měnovou politiku. Je totiž možné, že inflační resp. deflační projevy za určitou dobu odezní. V tomto případě by jakékoli operace, které byly provedeny z důvodu upravení ekonomické situace, pouze zbytečně rozkolísaly ekonomiku. Vývoj úrokových sazeb od roku 2008 až do roku 2018 je vidět na Obr. 6 (ČNB, 2019g).



Obr. 6 Vývoj úrokových sazeb v letech 2006–2018 (v %)

Zdroj: Vlastní zpracování dle dat z databáze ARAD

Jak je možné vidět od konce roku 2007, začínou úrokové sazby klesat a klesají až do konce roku 2012, kdy bylo dosaženo téměř absolutního minima. Repo sazba se snížila na hodnotu 0,05 %, spolu s ní klesla i diskontní sazba, která je používána při výpočtu některých zákonných pokut či penále, proto nelze, aby tyto hodnoty byly pod nulovou hranicí. Zároveň není přípustné být nad repo sazbou. Proto Česká národní banka nesnížila repo sazbu o standardních 25 bazických bodů na rovnou nulu (ČNB, 2019j, k). Na grafu je zobrazen vývoj úrokové sazby PRIBOR a to především z důvodu následného použití této sazby ve statistické analýze. Sazba PRIBOR zobrazuje odhad úrokové sazby, za kterou by byla referenční banka ochotna poskytnout depozitum jiné bance na mezibankovním trhu. Tato úroková sazba je každý pracovní den počítána jako průměr z indikativních kotací referenčních bank. Referenční banky jsou banky, které poskytují data pro výpočet PRIBORu. ČNB vyhláší pravidla pro výpočet této sazby, ale tuto metodiku a pravidla konzultuje s Českou bankovní asociací. Tato sazba se využívá jako cenový zdroj pro stanovení úrokových sazeb a výnosů nejrůznějších finančních produktů (ČNB, PRIBOR, 2019).

Automatické facility jsou dalším nástrojem, který ČNB využívá. Depozitní facility umožňuje bankám uložit likviditu přes noc a marginální zápůjční facility, která na základě rámcové repo smlouvy umožňuje si přes noc od ČNB likviditu vypůjčit a to formou repo operace. Obchodní banka má nárok si facility uložit u ČNB, pokud o to požádá Odbor korunových a devizových

intervencí a to nejpozději 15 min. před uzavřením účetního dne systému CERTIS. Minimální objem pro uložení je 10 mil. CZK. Finanční prostředky jsou úročeny ydiskontní sazbou. Pokud se jedná o marginální zápůjční facilitu musí obchodní banka o zapůjčení požádat ČNB nejpozději 25 minut před uzavěrkou účetního dne systému CERTIS. Minimální objem je 10 mil. CZK a tento finanční obnos je úročena lombardní sazbou. ČNB má právo kdykoli dočasně omezit, nebo zcela pozastavit poskytování lombardních úvěrů.

Dodávací repooperace byly zavedeny na podzim roku 2008. Tyto mimořádné dodávací repooperace měly splatnost dva týdny a tři měsíce. ČNB je zavedla s cílem podpořit fungování trhu se státními dluhopisy. Od začátku roku 2011 jsou zachovány pouze dodávací repooperace se splatností dvou týdnů.

Povinné minimální rezervy, jejich uplatnění v sobě zahrnuje několik oblastí, především se jedná o povinné subjekty, sazbu, udržovací období, základ pro výpočet PMR, plnění povinnosti držet stanovenou PMR, úročení, atd.. Každá banka, včetně stavebních spořitelů má povinnost mít účet u ČNB, na kterém ukládá svoje minimální povinné rezervy. Povinné minimální rezervy představují předem stanovený objem likvidních prostředků. Povinný objem povinných minimálních rezerv je stanoven na 2 % ze základny pro výpočet. Tato hranice je nastavena od roku 1999. Systém výpočtu povinných minimálních rezerv funguje na principu průměrování. Obchodní banka má povinnost mít na účtech pro plnění povinných minimálních rezerv, takový denní zůstatek, který je roven minimální stanovené minimální rezervě pro dané udržovací období. Tyto finanční prostředky jsou úročeny 2T reposazbou (ČNB, 2019m).

Poslednímu nástroji **Devizovým intervencím** je věnována celá podkapitola 2.3.1, kde je tento nekonvenční nástroj popsán podrobněji.

Nástroje, které ČNB používá, aby dosáhla svého dalšího cíle, tedy finanční stability, vytváří pomocí makrobezpečnostní politiky. Makrobezpečnostní politika je aplikace sady nástrojů, které mají za cíl snížit zranitelnost finančního systému. V České republice jsou, dle oficiálních stránek ČNB (2019o). V rámci makrobezpečnostní politiky uplatňovány tyto nástroje:

- proticyklická kapitálová rezerva,
- kapitálová rezerva ke krytí systémového rizika,
- bezpečnostní kapitálová rezerva,
- seznam jiných systémově významných institucí,
- Vzájemné uznávání makrobezpečnostních opatření,

- doporučení k řízení rizik spojených s poskytováním retailových úvěrů zajištěných rezidenční nemovitostí.

2.3.1 Devizové intervence

ČNB, jak je již uvedeno v kapitole 2.1.2, používá režim cílování inflace. Inflaci se snaží udržet na stanovené hranici 2 % s jednocentním limitem na každou stranu. K tomu, aby byla schopna tohoto cíle dosáhnout, využívá měnové nástroje. Především využívala změny úrokových sazeb (primárně repo sazbu). Jak je možné vysledovat, z grafu na Obr. 7, úrokové sazby po roce 2008 razantně klesají. Rok 2008 je rokem, kdy svět zasáhla finanční a hospodářská krize. Česká republika se v tomto roce nacházela v útlumu a ČNB se snažila ekonomiku podpořit, tím, že snižovala úrokové sazby. V roce 2012 ČNB snížila úrokové sazby na technickou 0, nebylo tedy dále kam úrokové sazby snižovat. A jak je možné na Obr. 7 vidět, ČNB tyto sazby držela na nulové úrovni delší dobu a to kvůli zvýšení ekonomické situace a současně také s cílem oslabit českou měnu. I přes tato radikální snížení a následné držení úrokových sazeb na tzv. technické nule, neprobíhalo snižování cenové hladiny podle předem určeného plánu. V listopadu roku 2012 ČNB vydala prohlášení, že pokud bude nadále třeba uvolnit měnovou politiku, tak je tu možnost, že začne používat nekonvenční měnový nástroj a začne oslabovat korunu prostřednictvím devizových intervencí.

Z důvodu, že se nejedná o klasický měnově-politický nástroj, vedlo toto opatření k četným diskuzím. Ve kterých se objevilo i spoustu argumentů, které byly proti. Argumenty pro a proti dalšímu snižování měnově-politických sazeb byly dle Franty a kol. 2014:

- nejistý přínos a upřednostňování oběživa,
- nemožnost výpočtu sankční sazby ze záporné diskontní sazby,
- samotný rozpor s českou legislativou.

Naopak argumenty pro byly následující:

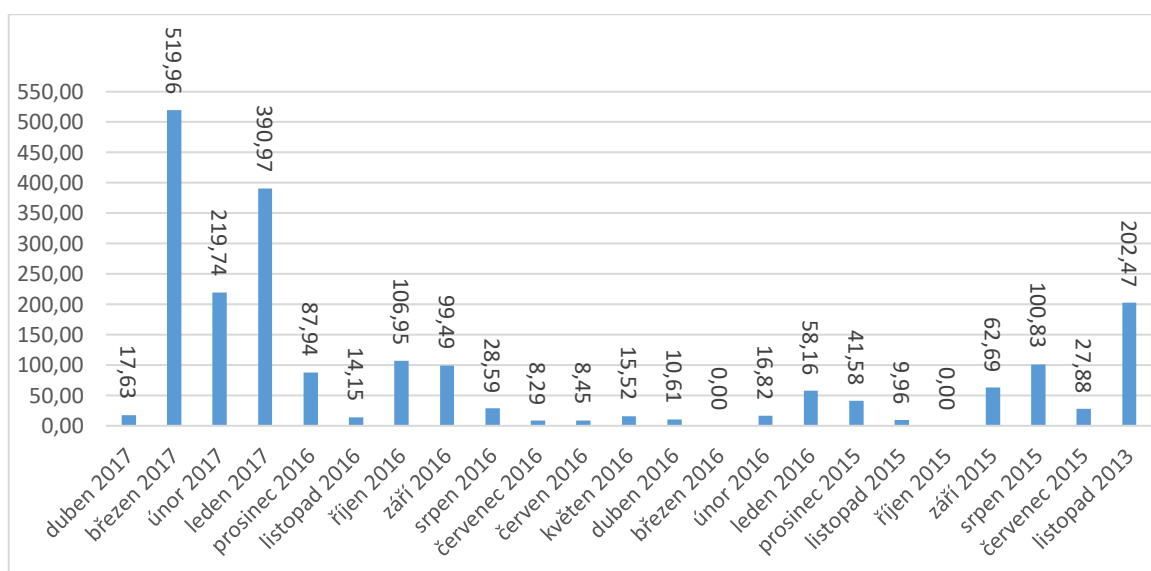
- přetrvávající deflační tlaky i po využití explicitního závazku ČNB ohledně budoucích měnově-politických sazeb (forward guidance),
- příslib zdražení dováženého zboží (a v návaznosti růst cenové hladiny a podporu exportu),
- nevhodnost využití jiných možných nekonvenčních nástrojů (kvantitativní uvolňování, kvalitativní uvolňování).

Vývoj devizových intervencí

Dne 7. listopadu 2013 se ČNB opravdu rozhodla tento nástroj použít a s vizí zastavení snižování cenové hladiny a oživení ekonomiky provedla devizové intervence. Devizovými intervencemi chtěla ČNB docílit dalšího uvolnění měnové politiky i přes oslabení měnového kurzu ČNB. Šlo tedy o udržování předem stanovené hladiny měnového kurzu. Bankovní rada tohoto dne rozhodla o využití devizového kurzu k posílení CZK. Konkrétní jednostranný (pokud by v případě oslabení kurzu CZK nad 27 CZK/EURO došlo, nebude Česká národní banka zasahovat) závazek 27 CZK/EUR byl hranicí, pod který neměla koruna klesnout. Hodnoty 27 CZK/EURO bylo dosaženo za pouhých 5dnů (ČNB, 2013).

V knize od Vejměnka (2014) je uvedeno, že Česká národní banka zvolila formu kvantitativně neomezených intervencí a to především kvůli malému očekávání likvidního dopadu intervencí. Zároveň jeden z důvodů vybrání této formy byla nemožnost exaktního určení objemu prostředků nutných pro intervence v zájmu dosažení inflačního cíle.

Dle grafu uvedeného na Obr. 7 je vidět, že ČNB hned na počátku provedla nákup cizí měny. A to konkrétně eur, které byly nakoupeny za 202,47 mld. Kč. V následujících letech ČNB provedla další transakce z nichž ten největší byl v roce 2017.



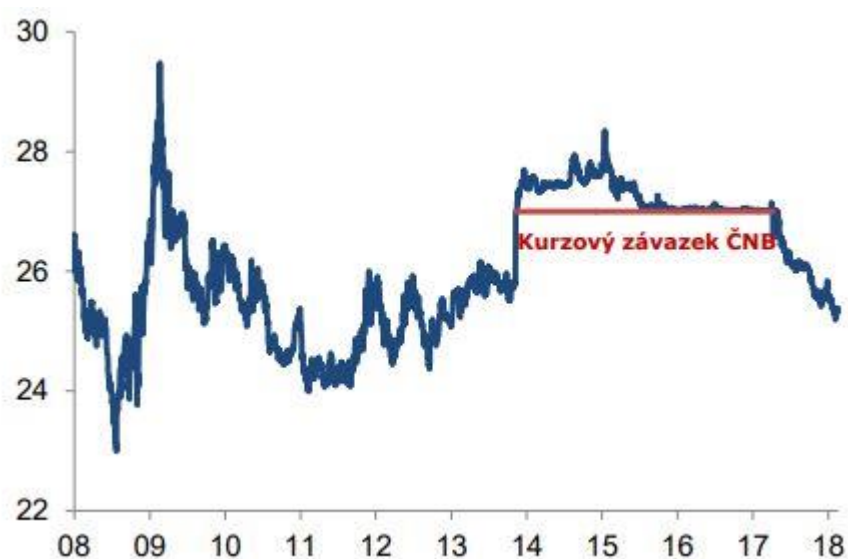
Obr. 7 Objemy devizových obchodů ČNB v letech 2006-2018 (v mld. CZK)

Zdroj: Zpracováno dle ČNB, 2019k

Celkový objem devizových intervencí od listopadu 2013 do konce dubna 2017 tak dosáhl na 2 408,676 mld. CZK.

Započetím intervencí v listopadu 2013 se kurz snížil z 25,8 CZK/EUR na 27,7 CZK/EUR. Během roku 2014 došlo k mírnému oslabení. Svého maxima kurz dosáhl počátkem roku 2015, kdy byl na 28,6 CZK/EUR, pokračovalo mírné zvýšení a to na 27 CZK/EUR. Česká národní banka díky svým intervencím udržela kurz CZK až do roku 2016 v předem dané výši.

Závazek, že ČNB udrží korunu na hladině 27 CZK/EUR byl ukončen 6.4. 2017. Tehdy bylo dosaženo podmínek pro plnění inflačního cíle 2 %. Koruna po exitu devizových intervencí pozvolna posiluje a v srpnu téhož roku následovalo první zvýšení úrokových sazeb ČNB od února 2008. Tento vývoj je možné vidět na Obr. 8. Po ukončení devizových intervencí se ČNB vrátila zpět k využívání klasických nástrojů měnové politiky, kterými jsou především úrokové sazby.



Obr. 8 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2008-2018

Zdroj: Benda, 2018

3 FINANČNÍ ANALÝZA

V této kapitole bude v teoretické mezi popsána finanční analýza, která především slouží ke komplexnímu zhodnocení finanční situace podniku. Napomáhá tak zjištění, zda je podnik dostatečně ziskový, zda má vhodnou kapitálovou strukturu, jestli využívá efektivně svých aktiv a zda je schopen včas splácet své závazky. Jak je možné z výše popsaného říci, je finanční analýza velmi důležitým prvkem pro chod podniku a její průběžná znalost umožňuje dosáhnout správných rozhodnutí při získávání finančních zdrojů, či při určení optimální finanční struktury. Znalost finanční situace podniku je přímo nezbytná pro odhad a prognózování budoucího vývoje. Tato analýza je proto nezbytnou součástí finančního řízení (Knápková a kolektiv, 2013).

3.1 Zdroje a metody finanční analýzy

Zdroje je možné rozdělit na dva druhy a to interní a externí. Interní zdroje se nacházejí uvnitř podniku a mezi ně se řadí údaje z vnitropodnikového účetnictví, podnikové statistiky, data z účetnictví, podklady získané od mzdového oddělení a ročenky. Této problematice se věnuje Sedláček (2011), který uvádí, že externí zdroje existují vně podniku, zahrnují se mezi ně například informace z analýz, informace z odborných časopisů z obchodního nebo živnostenského rejstříku. Nejzákladnější zdroje finanční analýzy jsou především účetní výkazy, jako je rozvaha, výkaz zisků a ztrát a výkaz cash flow.

Bilance neboli rozvaha je účetní výkaz, který má každá firma. Vztahuje se k určitému datu a je sestavena ze tří důvodů, při zahájení činnosti podniku, dále při začátku účetního období a nakonec při ukončení účetního období. Obvykle má podobu tzv T formy. U této formy jsou na pravé straně umístěny aktiva firmy a na levé straně pasiva firmy. Pokud má podobu jinou stejně vždy musí platit základní pravidlo a to, že se pasiva (suma pasiv) musí rovnat aktivům (suma aktiv).

Druhý účetní výkaz je tvořen z výnosů a nákladů, jedná se o výkaz zisků a ztrát. Výnosy podniku jsou peněžní částky, které podnik získal za své účetní období. Rozdíl od příjmů je v tom, že u výnosů nemuselo účetním období dojít k fyzickému připsání. Náklady podniku se vymezují, jako finanční prostředek, který je vynaložený v daném účetním období. Na rozdíl od výdajů ne vždy dochází k jejich skutečnému odečtení. Hospodářský výsledek, který nám ukazuje, zda podnik vykazuje zisk nebo ztrátu, představuje rozdíl mezi výnosy a náklady

podniku. Výkaz o peněžních tocích, někdy nazývaný cash flow, zaznamenává příjmy a výdaje podniku během sledovaného období.

Základními **metodami finanční analýzy** jsou například analýzy rozdílových ukazatelů, analýzy poměrových ukazatelů, nebo analýzy absolutních ukazatelů. Vzhledem k tomu, že je tato práce zaměřena především na výkonost podniku budou dále rozebrány poměrové ukazatele a bude vytvořena jejich analýza

3.2 Ukazatele ziskovosti podniku

V této kapitole budou teoreticky popsány a rozebrány ukazatele rentability, jako jsou rentabilita aktiv (dále jen ROA), rentabilita vlastního kapitálu (dále jen ROE) a rentabilita tržeb (dále jen ROS).

Ukazatele rentability (neboli ziskovosti či výnosnosti) patří mezi poměrové ukazatele. Slouží, jako měřítko schopnosti firmy vytvářet nové zdroje a dosahovat zisku za užití investovaného kapitálu. Zajímají se o ně především akcionáři a potenciální investoři. Nejdůležitějším účetním výkazem je, při zjišťování ukazatelů ziskovosti, výkaz zisků a ztrát. Při stanovení výnosnosti podniku je, neméně důležitá i rozvaha. Při výpočtu ukazatelů výnosnosti se v čitateli vyskytuje položka odpovídající výsledku hospodaření. Ve jmenovateli se pak nachází nějaký druh kapitálu, respektive tržby. Výsledek hospodaření je tokovou veličinou, zatímco druh kapitálu je veličina stavová. Celkově se tedy dá říci, že ukazatele rentability slouží k posouzení celkové efektivnosti dané činnosti (Růčková, 2010).

Ukazatele zisku patří v praxi mezi nejsledovanější ukazatele. Poskytují informace o efektu, jakého bylo dosaženo vloženým kapitálem. Nejobecnější tvar poměrových ukazatelů ziskovosti je:

$$\frac{\text{výnos}}{\text{vložený kapitál}} \quad (1)$$

Z toho vyplývá, že výsledek lze interpretovat, jako zisk na jednotku vloženého kapitálu. Je požadované, aby tyto ukazatele měly rostoucí směr. Mezi běžně používané ukazatele patří rentabilita tržeb, rentabilita aktiv, rentabilita dlouhodobého kapitálu a v neposlední řadě rentabilita vlastního kapitálu (Kislingerová, Hnilica, 2008).

Return on Equity – ROE vyjadřuje výnosnost kapitálu, který byl vložen akcionáři či vlastníky podniku. Obvykle se ve jmenovateli nachází ukazatel - vlastní kapitál a v čitateli zisk před zdaněním (dále jen EBIT). Je možné do čitatele dosadit zisk před zdaněním (dále jen EAT). Pokud, ale chceme porovnávat ukazatel mezi podniky je lepší když je do vzorce dosazen EBIT. Ukazatel představuje konečné zhodnocení, které kapitál přináší vlastníkům. Růst tohoto ukazatele znamená zlepšení výsledku hospodaření, zmenšení podílu vlastního kapitálu, či pokles úročení cizího kapitálu (Růčková, 2010).

$$ROE = \frac{EBIT}{\text{Vlastní kapitál}} \quad (2)$$

Dle ROE je možné zjistit, zda je kapitál vynakládán tak, aby případný výnos pokryl riziko. Hodnota tohoto ukazatele by měla dosahovat vyšších čísel než úroková míra cenných papírů, které jsou garantované státem. Z výše uvedeného vzorečku můžeme vidět, že se ukazatel zvýší, pokud se zvýší zisk, nebo sníží vlastní jmění (Šulák a Vacík, 2005).

Return on Assets - ROA poměřuje zisk se sumou aktiv, neboli, jinak řečeno, s celkovým vloženým kapitálem. Výnosnost aktiv odráží celkovou rentabilitu kapitálu bez ohledu na jeho původ. Vyjadřuje celkovou efektivitu podniku a její výdělečnou schopnost.

$$ROA = \frac{EBIT}{\text{celková aktiva}} \quad (3)$$

Return on Sales - ROS dává do poměru zisk proti tržbám a tím vyjadřuje, kolik zisku náleží na jednotku tržby (Knápková a kolektiv, 2013).

$$ROS = \frac{EBIT}{\text{tržby}} \quad (4)$$

4 PODNIK XY

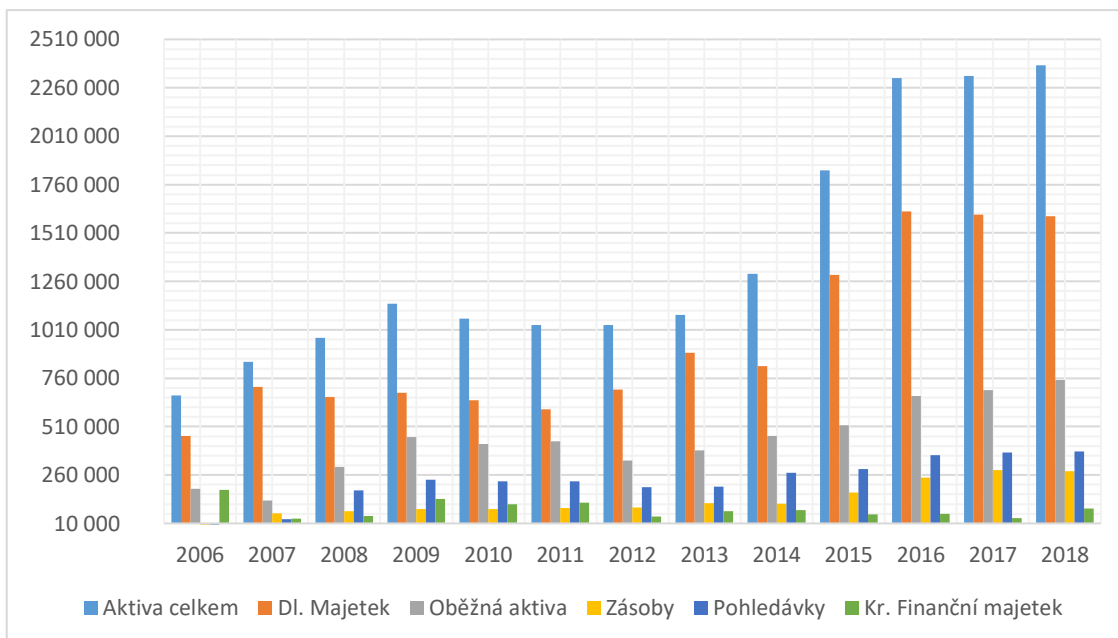
Pro tuto práci byla vybrána data výrobního podniku, který si přeje zůstat nejmenován. Dle odborných článků od Kajurové a Linnertové (2018) a Liargovas a Skandalis (2010), byly zvoleny, poměrové ukazatele ROE, ROA a ROS, které jsou teoreticky popsány v kapitole 3. Na základě těchto ukazatelů, bude provedena analýza výkonosti podniku a bude, dle účetních výkazů a interních dokumentů podniku XY, shrnut vliv devizových intervencí na ziskovost podniku.

Firma XY je mezinárodním podnikem. Řadí se mezi průmyslové podniky se zpracovatelským oborem. Svoji mateřskou společnost má firma v Japonsku a sesterské společnosti má po celém světě. Podnik patří mezi největší výrobce na světě ve svém oboru. Jedná se tedy o výrobní společnost, která zahájila svoji činnost v České republice v roce 2005. Důvodem, proč vytvořili závod i v České republice, bylo zvětšení výrobní kapacity a získání kvalifikované pracovní síly. Díky těmto faktorům, které mezinárodní podnik získal zahájením své činnosti v České republice zrychlil reakci na potřeby svých zákazníků.

Mezi hlavní zákazníky patří velké automobilky. V současné době podnik v České republice zaměstnává přes 600 lidí. Firma nevyrábí pouze pro automobilky, ale snaží se být žádaná i v dalších oblastech transportu. Například dodává své výrobky i pro společnosti vyrábějící letadla, železnice či lodní dopravu. Společnost se snaží být i společensky odpovědná a zapojuje se do spousty charitativních akcí, jako je například následná pomoc při zemětřeseních a jiných přírodních katastrofách (Webové stránky podniku XY, 2019).

4.1 Analýza výkonnosti podniku

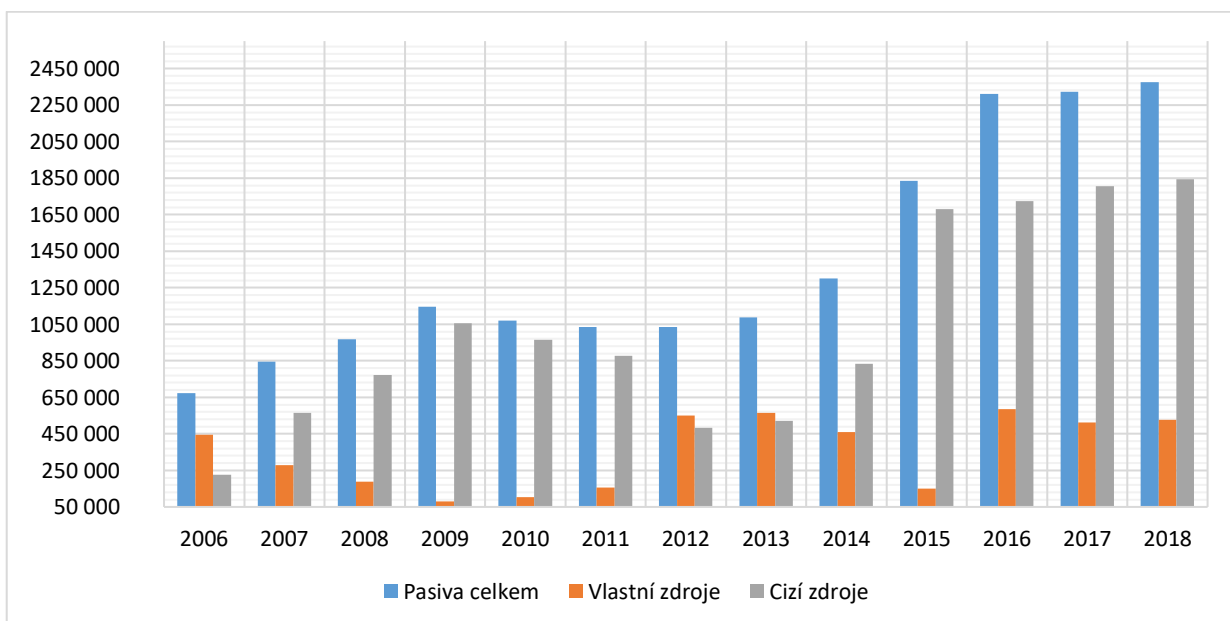
V této podkapitole budou aplikovány vzorce pro výpočet ukazatelů ziskovosti, které jsou podrobněji teoreticky popsány v kapitole 3.1. Pro potřeby této práce byly využity tabulky, které jsou v přílohách A a B. Tyto přílohy obsahují stručné zobrazení aktiv – příloha A, a pasiv podniku – příloha B. Data byla čerpána z účetních výkazů společnosti XY a jsou uváděna v tis. CZK z těchto dat jsou vytvořeny následující grafy Obr. 9 a Obr. 10, které přehledněji zobrazují stav aktiv a pasiv.



Obr. 9 Aktiva podniku XY v letech 2006-2018 (v tis CZK)

Zdroj: Zpracováno dle přílohy A

Z grafu je patrné, že převážnou část celkových aktiv tvoří dlouhodobá aktiva. Nejmenší složku z celkových aktiv tvoří krátkodobý finanční majetek, který nepřesáhl částku 140 000 tis. CZK. Dále je možné vidět, že oběžná aktiva jsou druhou největší položkou v aktivech společnosti. Pasiva podniku XY jsou zobrazena na Obr. 10.



Obr. 10 Pasiva podniku XY v letech 2006-2018 (v tis CZK)

Zdroj: Zpracováno dle přílohy B

Z grafu vyplývá, že pasiva mají od roku 2014 rostoucí charakter. Financování cizími zdroji ve většině případů převládá nad financováním vlastními zdroji. Pouze v roce 2012 a 2013 vlastní zdroje převyšují svojí hodnotou zdroje cizí. V roce 2015 je možné vysledovat velký pokles vlastních zdrojů a to z důvodu uskutečnění reklamace, která pro podnik znamenala, velké problémy. Bylo nutné financovat nápravu i z vlastních zdrojů, které se kvůli tomu zmenšily. Nízké úrovně dluhu zvyšují návratnost vlastního kapitálu, ale velké objemy dluhu zvyšují riziko s nepříznivými účinky na ziskovost. Avšak v roce 2016 se krytí vlastními zdroji značně zvýší.

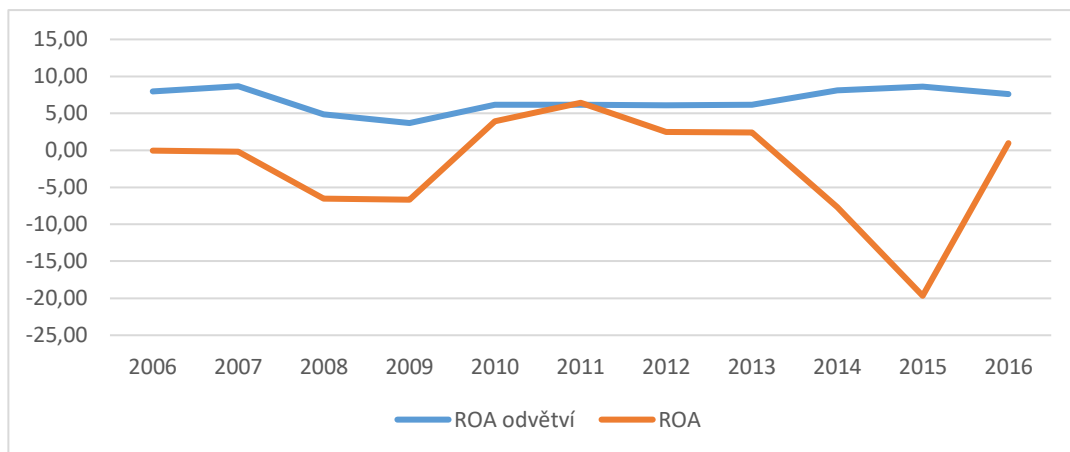
Jelikož se práce zaměřuje na ziskovost podniku, budou dále vypočítány poměrový ukazatele, které byly teoreticky popsány výše v kapitole 3.2. **Rentabilita aktiv** je podílem čistého zisku kapitálu a celkových aktiv podniku. Znázorňuje celkovou efektivnost podniku a její produkční sílu. ROA neřeší, z jakých zdrojů byl majetek vytvořen. Pro vybraný podnik je ROA vypočten v následující Tab. 2.

Tab. 2 Rentabilita aktiv podniku XY v letech 2006-2018

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	-46 564	-165 755	-63 309	-76 129	42 373	66 504	26 013	25 870	-100 158	-360 625	22 329	-66 177	22 634
Celková Aktiva	671 908	844 224	968 550	1 144 602	1 068 641	1 033 776	1 035 213	1 086 697	1 299 383	1 833 780	2 310 898	2 321 457	2 375 132
ROA	-6,93%	-19,63%	-6,54%	-6,65%	3,97%	6,43%	2,51%	2,38%	-7,71%	-19,67%	0,97%	-2,85%	0,95%

Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY

Firma vykazuje zisk poprvé v roce 2010, kdy je tento zisk 42 373 tis. CZK. Až do roku 2014 je firma prosperující a její podnikání přináší zisk. Ovšem v roce 2014 se to zlomí a následující rok firma vykazuje největší ztrátu za sledované období. Tato ztráta je způsobena především z důvodu reklamace určitého výrobku, který byl později stažen z trhu. Náklady na vyřízení reklamace a na stažení výrobku byly natolik velké, že podnik měl velké problémy i v roce 2015. V roce 2016 se podnik dostává do zisku, bohužel, ale jen na krátké období. Následující rok je podnik opět ve ztrátě. Poslední sledovaný rok je, ale optimistický a vykazuje se zisk v hodnotě 22 634 tis. CZK. Kolísavou tendenci ukazatele ROA si ukážeme pro přehlednost na grafu v Obr. 11., kde je ještě zobrazeno, pod modrou křivku, průměrné odvětvové ROA. Bohužel jsou prozatím zveřejněny výsledky odvětví do roku 2016.



Obr. 11 Vývoj ROA v odvětví a ROA v podniku XY (v %), v letech 2006-2018

Zdroj: Zpracováno dle dat ČSU 2017 a účetních výkazů podniku XY

Z výše uvedeného grafu je vidět, že podnikové ROA je od toho odvětvového velmi rozdílné. Každý rok kromě roku 2011 jsou podnikové výsledky pod průměrnými výsledky z odvětví. Pro podnik z toho vyplývá, že by měl zlepšit svoji rentabilitu aktiv a pro budoucí roky se snažit snížit celkovou ztrátu.

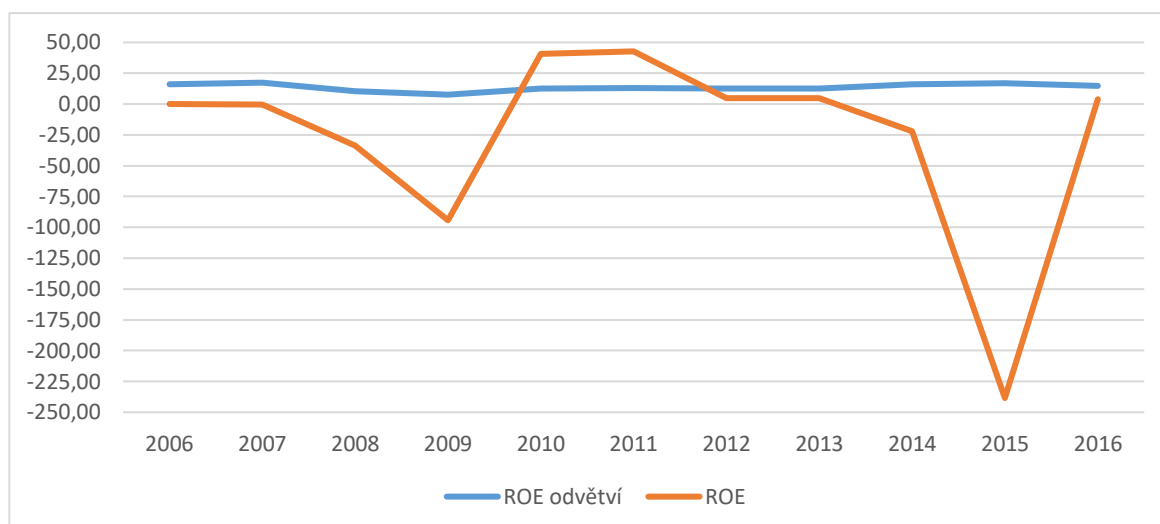
Rentabilita vlastního kapitálu podniku ukazuje, kolik čistého zisku je přiřkládáno na jednu jednotku kapitálu. Pro vybranou společnost jsou výsledky ukazatele ROE zobrazeny v následující tabulce.

Tab. 3 Rentabilita vlastního kapitálu podniku XY v letech 2006-2018

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	-46 564	-165 755	-63 309	-76 129	42 373	66 504	26 013	25 870	-100 158	-360 625	22 329	-66 177	22 634
Vlastní kapitál	443 805	278 050	187 402	80 722	103 704	155 607	550 231	565 349	458 797	151 237	585 562	511 422	525 783
ROE	-10,49%	-59,61%	-33,78%	-94,31%	40,86%	42,74%	4,73%	4,58%	-21,83%	-238,45%	3,81%	-12,94%	4,30%

Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY

Na Obr. 12 lze vidět trend ukazatele ROE. Kde je opět možné vysledovat, že rok 2015 byl pro podnik opravdu těžký. Důvody proč je tento rok špatný, jsou stejné jako u ukazatele ROA. Podnik měl v roce 2014 problém s kvalitou svého výrobku a následky byly tak vysoké, že to ovlivnilo i následující roky. Ale i tento ukazatel se za rok dostal do plusových hodnot a v posledním sledovaném období, tedy v roce 2018 dosahuje 4,3 %.



Obr. 12 Vývoj ROE v odvětví a ROE v podniku XY (v %), v letech 2006-2018

Zdroj: Zdroj: Zpracováno dle dat ČSU 2017 a účetních výkazů podniku XY

Z výše uvedeného vyplývá, že je podnik, co se tohoto ukazatele týče, při srovnání s průměrnými výsledky z odvětví, na tom lépe, než v případě ukazatele ROA. V rentabilitě vlastního kapitálu se dostává nad průměr v letech 2010 a 2011. V následujících letech 2012 a 2013 se drží lehce pod průměrem. Ovšem problémy v roce 2014 zasáhnou i tento ukazatel. V roce 2016, je ale možné vidět výrazné zlepšení, kdy se ukazatel dostává opět k průměrným hodnotám v odvětví.

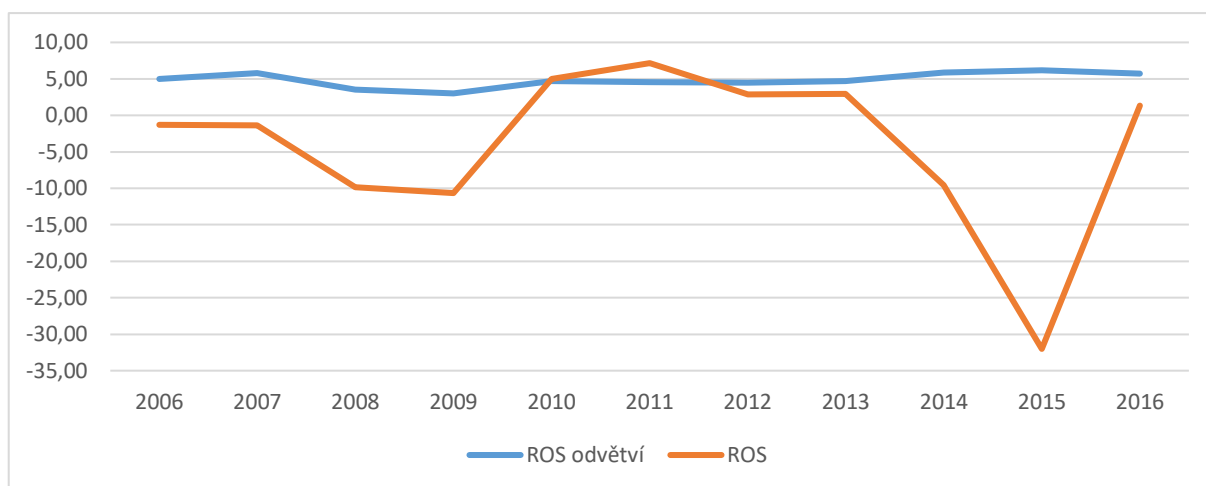
Rentabilita tržeb je ukazatel, který ukazuje kolik čistého zisku je přičítáno na jednu jednotku tržeb. Pokud je do čitatele dosazen EAT, potom ROS vyjadřuje ziskovou marži podniku neboli ziskové rozpětí. V Tab. 4 je možné vidět průběh tohoto ukazatele a jeho křivku na Obr. 13.

Tab. 4 Rentabilita tržeb podniku XY v letech 2006-2018

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EBIT	-46 564	-165 755	-63 309	-76 129	42 373	66 504	26 013	25 870	-100 158	-360 625	22 329	-66 177	22 634
Tržby	35 580	124 178	641 898	714 261	845 132	928 976	905 477	886 101	1 048 205	1 126 345	1 678 678	1 805 254	1 782 457
ROS	-130,87%	-133,48%	-9,86%	-10,66%	5,01%	7,16%	2,87%	2,92%	-9,56%	-32,02%	1,33%	-3,67%	1,27%

Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY

Díky velké ztrátě, kterou měl podnik v roce 2015 je ukazatel v tomto roce v mínusových hodnotách. V posledním roce sledovaného období se ukazatel dostává do plusových hodnot, kdy jeho hodnota byla 1,27 %. Na Obr 13 je opět ukázán průběh ukazatele v odvětví pro srovnání s výsledky analyzovaného podniku.



Obr. 13 Vývoj ROE v odvětví a ROE v podniku XY (v %), v letech 2006-2018

Zdroj: Zdroj: Zpracováno dle dat ČSU a účetních výkazů podniku XY

Jak je možné vidět, má tento ukazatel velmi podobný průběh jako ukazatel ROE. Nad průměr odvětví se dostává v letech 2010 a 2011 v roce 2014 a 2015 se dostává hluboko pod průměr a v následujícím roce svoje výsledky srovnává s odvětvím, i když se nachází stále pod průměrem odvětví je zde vidět velké zlepšení.

4.2 Zhodnocení ziskovosti podniku XY

Tato podkapitola bude zahrnovat shrnutí poznatků získaných z výpočtu ukazatelů výkonnosti podniku XY. Sledované období proběhlo v letech 2006–2018. Toto časové období bylo vybráno především z důvodu, trvání devizových intervencí v České republice. Je tedy možné vypořádat, jaký hospodářský výsledek měl podnik XY před, při i po trvání devizových intervencí.

Nejprve bylo nutné si vytvořit přehled aktiv a pasiv za sledované období. V tomto přehledu bylo zjištěno, že v prvním roce devizových intervencí, tedy v roce 2014 vzrostla aktiva o 212 686 tis. CZK. Největší podíl na tomto růstu má růst oběžných aktiv, který byl 72 824 tis. CZK. Naopak dlouhodobý majetek klesl. U pasiv tento rok přinesl především snížení vlastního kapitálu, které bylo způsobeno ztrátou z běžného účetního období. Dále se zvýšili cizí zdroje a rezervy. Rezervy se zvýšili rapidně a to o 196 383 tis. CZK, k tomuto navýšení došlo z důvodu nárůstu reklamace, na jejímž základě byl shledán špatný technologický postup výroby. Následně bylo rozhodnuto o stažení určitého výrobku z trhu. S tímto procesem, vznikly další nemalé náklady, které byly 195 919 tis. CZK. Výsledek hospodaření se tedy v roce 2014 snížil o 121 681 tis. CZK. Což byl od roku 2008 největší pokles hospodářského výsledku. V roce

2015 ovšem došlo k mnohem vyššímu poklesu. Hospodářský výsledek běžného období dosahoval ztráty -357 560 tis. CZK. Což byl pokles o 250 997 tis. CZK. A to z důvodu stažení reklamovaného výrobku z trhu. V tomto roce se zvýšily cizí zdroje, ovšem dlouhodobé závazky poklesly až o 5 795 tis. CZK. Tento pokles je považován za pozitivní, neboť se jedná o snížení dluhu, který by byl podnik povinen v budoucnu zaplatit. Rok 2016 je pro firmu určitě příznivějším rokem. Z velké ztráty se podnik dostává do zisku.

Výsledek hospodaření v roce 2016 byl 17 476 tis CZK. Vzrostl tedy o 375 036 tis. CZK. V dalším roce nastává sice nemalé snížení a to o 91 616 tis. CZK avšak dlouhodobé závazky se snížily o 2 144 tis. CZK. V posledním roce sledovaného období se dostáváme opět do zisku a to konkrétně 14 361 tis. CZK. Z rozvahy je možné vidět, že zdroje podniku jsou kryty jak cizími tak vlastními zdroji a že firma se snaží snižovat dlouhodobé závazky na minimum. Ovšem krátkodobé bankovní úvěry firma spíše zvyšuje.

Dále byla provedena analýza pomocí ukazatelů rentability, kde ukazatel rentability aktiv uvádí jak efektivně, či neefektivně firma hospodaří se svými aktivy. Hospodářský výsledek podniku XY rozhodně nemá rostoucí tendenci, spíše je kolísavý a ze ztráty se dostává do zisku a obráceně. Nejvyššího zisku dosahuje v roce 2012, kdy jeho zisk před zdaněním a úroky byl 26 013 tis. CZK. Naopak největší ztráty dosahuje v roce 2015 kdy zisk před zdaněním a úroky byl -360 625 tis. CZK. Ovšem tento rok podnik XY, také navýšil celková aktiva a to o 534 397 tis. CZK, toto je nejvyšší navýšení aktiv za sledované období. Dalším ukazatelem výkonosti podniku je ukazatel rentability vlastního kapitálu. Největšího výkyvu dosáhl v roce 2016, kdy z -236,42 % vzrostl na 3, 81 %. Tohoto roku se zvedl vlastní kapitál o 434 325 tis. CZK, což byl největší růst vlastního kapitálu, za sledované období. Posledním ukazatelem rentability je rentabilita tržeb. Tento indikátor ukazuje kolik čistého zisku je přikládáno na jednotku tržeb. Pro firmu by bylo příznivější, kdyby tento ukazatel měl rostoucí charakter. Do roku 2011 je trend rostoucí, poté však až do roku 2015 klesá. V roce 2016 je zaznamenán velký růstový skok, který je následován mírným poklesem.

Z analýzy ziskovosti tedy vychází, že první rok devizových intervencí, tedy rok 2014, podnik vykazoval razantně vyšší ztrátu než v letech předchozích. Navzdory ztrátě, celkové prodeje vzrostly o 15 %. Pokud by však byl eliminován vliv kurzu EUR/CZK prodeje by vzrostly pouze o 10 %. Devizové intervence byly pro podnik rozhodně přínosné. Mnohem větší ztráta však přišla v roce 2015, která představovala více než polovinu základního kapitálu společnosti. Ovšem vedení firmy odhaduje, že ztrátu během následujících let umožní budoucími zisky, což se jí hned v roce 2016 podaří, díky zvýšení produkce a to díky zprovoznění nové výrobní

haly, který začne svoji výrobu již v roce 2015. V roce 2015, i vzhledem k hospodářskému výsledku, byl nárůst celkových prodejů o 9 %. Tento nárůst by se zmenšil na 6 %, pokud bychom vynechali vliv kurzu EUR/CZK. Rok 2016 je konečně rokem, kdy firma vykazuje zisk. Tento zisk je podpořen celkovými prodeji, které vzrostly o 49 %. Jejich nárůst by byl však menší v případě, že by nedošlo k nekonvenční politice České národní banky o 7 %. V roce 2017 vzrostly celkové prodeje o 6,5 %. Pokud by byl eliminován vliv kurzu, prodeje by vzrostly pouze o 4 %. Nicméně výsledek hospodaření se opět dostává do ztráty, ta je způsobena především s problémy s kvalitou výrobků a nižší efektivitou ve výrobě, kde byl zaznamenán vyšší počet zaměstnanců, než byl ve skutečnosti potřeba. V budoucích letech firma plánuje ztrátu minimalizovat zisky příštích období a hned v příštím roce se jí to podaří. V roce 2018 se již dostává do zisku. Těchto pozitivních změn bylo dosaženo především díky zvýšení efektivity ve výrobě, zlepšení kvality, snížení zmetkovosti a snížením nepřímých nákladů.

Kumulovaná ztráta k 31. březnu 2018 představuje více než polovinu základního kapitálu společnosti. Podniku bych doporučila, aby se více zaměřovala na kvalitu a nízkou zmetkovost, díky tomuto faktoru se dostala do tak velké ztráty, Dále bych doporučila získání nových zákazníků a celkové zlepšení v oblasti dodavatelsko-odběratelského řetězce. I přes tyto ztráty, které podnik vykazoval, byly devizové intervence pro podnik přínosem. Nebýt jich, byly by celkové tržby menší a firma by se dostala do větších ztrát.

5 STATISTICKÁ ANALÝZA

Tato práce má za cíl zhodnotit dopady měnové politiky ČNB na vybraný podnik. Proto bude v této kapitole provedena rešerše odborné literatury, na jejímž základě budou vybrány ekonomické veličiny, které budou porovnávány a ze kterých budou vytvořeny časové řady.

5.1 Rešerše literatury

Dle studie Kajurové a Linnertové (2017) byly zvoleny ukazatele výkonosti podniku, jakožto proměnné, na jejichž základě, se bude dále určovat, zda měly devizové intervence vliv na ziskovost podniku XY. Těmito ukazateli jsou ROE, ROA a ROS. Ukazatel ROS byl do této práce zahrnut především na základě článku Liargovas a Skandalis (2010) se ROS využívá, jako jeden z finančních i nefinančních činitelů firemních výkonů.

Dle článku od Siudeka a Zawojská (2014) platí, že měnová politika a makroekonomické prostředí poskytují podmínky, které vytvářejí příležitosti pro podnik. A dle Kajurové a Linnertové (2017) nižší sazby umožňují finanční investice, nebo další aktivity, které mohou následně ovlivnit výkonost podniku. Nižší sazby mohou podpořit, také výdaje domácností a v důsledku růstu jejich výdajů za výrobky, které firma poskytuje, se zvýší i prodej podniku. V této studii je tedy použit jako indikátor měnové politiky tříměsíční úroková sazba PRIBOR. Která je jako nezávislá veličina porovnávána s poměrovými ukazateli podniků. Cílem této studie bylo zjistit, zda ovlivňuje monetární politika nízkých úrokových sazeb konkurenceschopnost českých firem a zda devizové intervence ovlivňují konkurenceschopnost podniku. Přičemž konkurenceschopnost podniků byla měřená prostřednictvím ukazatelů ROA, ROE a ziskové marže vzrostla. Ukazatel ROS se ukázal jako nevhodný pro měření konkurenceschopnosti českých firem.

Spojení míry měnové politiky a úrokové sazby ve svých studiích využívají také Aliyev et al. (2015) a Haan a Streken (2006). Dle Aliyev et al. (2015) se tříměsíční úroková sazba PRIBOR úzce váže na měnovou politiku a tak jí ve své studii využívá jako měřítko krátkodobé úrokové sazby, kterou v rámci své práce porovnává například s krátkodobými obchody podniků a krátkodobými bankovními úvěry podniků.

5.2 Časové řady

Časová řada je chronologicky uspořádané sledování dat, nějaké veličiny. Tyto ukazatele jsou seřazeny dle času od nejstarších, po ty nejnovější. Časové řady jsou významné pro předpověď a plány v oblastech financí, průmyslu, ekonomiky a dalších (Montgomery, Jennings a Kulahci (2008)).

Pokud je třeba zkoumat propojení dvou veličin, je vhodné použít kointegraci. Tato problematika je popsána v knize od Grangera a Engleho (1987), kde je dokázáno, že pokud se jedná o dlouhé období, pak mají hodnoty tendenci vracet se k určitému rovnovážnému stavu, čímž je možné dokázat společnou vazbu těchto dvou veličin. Pokud tato vazba skutečně mezi těmito veličinami existuje, nazývá se kointegrovaná vazba. Kauzální vztah mezi vymezenými veličinami lze nalézt pomocí Grangerových testů kauzality. Pomocí nichž je možné zjistit, zda je zahrnutí dodatečné proměnné do regresního modelu statisticky významné. Tedy, zda jejich různé zpoždění hodnot, může zvýšit vypovídací schopnost regresní závislosti.

Než bude přistoupeno k samotnému Grangerovu testu, je třeba provést následující kroky:

- 1) určení optimálního řádu zpoždění,
- 2) ověření existence jednotkového kořene,
- 3) provedení kointegrační analýzy za pomoci Engel-Grangerovým testem.

První krok je možné provést za použití Akaikeho informačního kritéria (dále jen AIC). Jelikož toto kritérium se využívá v případě nízkého počtu pozorování ($n < 60$). AIC bylo poprvé využito v 70. letech 20. století Hirotoem Akaike. Při AIC je za nejlepší řád zpoždění považována vždy nejnižší hodnota (Akaike, 1981).

Základ pro testy uvádí níže uvedená rovnice, kde RRS znamená počet reziduálních čtverců, k je počet parametrů, n je počet měření a RRS/n je reziduální rozptyl.

$$AIC = n * \ln\left(\frac{RSS}{n}\right) + 2k \quad (5)$$

Dalším krokem je analýza jednotkového kořene. V této analýze jde o stanovení, zda jsou časové řady stacionární či nestacionární. Pokud jsou charakteristiky náhodných veličiny stochastického procesu v čase neměnné, je možné říci, že se jedná o stacionární časové řady. Pro určení zda se jedná o stacionární či nestacionární časové řady je nutné definovat následující vzorce (Arlt, Arltová, 2007).

Funkce středních hodnot

$$\mu = E(X_t) \quad (6)$$

Variační funkce

$$\sigma_t^2 = D(X_t) = E(X_t - \mu_t)^2 \quad (7)$$

Kovariační funkce

$$\gamma(t, t - k) = E(X_t - \mu_t)(X_{t-k} - \mu_{t-k}) \quad (8)$$

Korelační funkce

$$\rho(t, t - k) = \frac{\gamma(t, t - k)}{\mu_t \sigma_{t-k}} \quad (9)$$

Kde X_t vyjadřuje závislou proměnnou, $E(X_t)$ je střední hodnotou a $D(X_t)$ značí rozptyl. Pro zjištění optimálního řádu zpoždění bude použit Dickey-Fullerův test (Dále jen ADF test). Arlt a Arltová (2007) uvádí, že se využívají tři základní druhy testů: s konstantou, s konstantou a trendem a bez konstanty. Při testování je předpokládáno, že níže uvedený proces (10), který zkoumá, zda proměnná obsahuje jednotkový kořen.

$$\Delta X_t = (\phi - 1)X_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i X_{t-i} + e_t \quad (10)$$

Závislá proměnná je zde vyjádřena X_t , p je zpoždění a e_t značí reziduální složku. Rozhodnutí o stacionaritě dat je vyjádřeno na základě porovnání p-hodnoty s α , která vyjadřuje hladinu významnosti a obvykle se využívá 0,05. Zamítnutí nebo nezamítnutí nulové hypotézy je s 95% pravděpodobností stanoveno takto:

- H_0 : časové řady jsou nestacionární
- H_1 : časové řady jsou stacionární

Pokud platí, že je p-hodnota větší, než hladina významnosti, potom H_0 nezamítáme. V opačném případě, tedy p-hodnota je menší než hladina významnosti, H_0 zamítáme. Pokud dojde k zamítnutí H_0 je možné tvrdit, že časové řady jsou stacionární. V případě nezamítnutí H_0 jsou časové řady nestacionární a je nutné původní časové řady upravit pomocí vytvoření první difference. Takto získaná nová data jsou znovu podrobena testu ADF.

V dalším kroku, tedy po prokázání stacionarity, je provedena kointegrační analýza, která se realizuje pomocí **Engel-Grangerova testu**. Dle Engela a kol (1987) lze říci, že časové řady jsou kointegrované pokud je odklon směrů jejich vývoje krátkodobého charakteru.

Pokud je odklon dlouhodobého charakteru, pak lze říci, že časové řady nejsou kointegrované. Engel-Grangerův test zkoumá existenci jednotkového kořene. Tato analýza se provádí z důvodu, že vztah mezi časovými řadami má smysl, pouze pokud jsou časové řady kointegrované, tj. jsou spjaté společným stochastickým trendem. Tyto časové řady neobsahují jednotkový kořen. Pro tento test jsou stanoveny hypotézy: Arlt a Arltová (2007).

- H_0 : testované řady nejsou kointegrované
- H_1 : testované řady jsou kointegrované

5.3 Vliv úrokové sazby PRIBOR na poměrové ukazatele podniku XY

Cílem této podkapitoly je zkoumání vlivu úrokové sazby PRIBOR na vybrané ukazatele ziskovosti. Těmito ukazateli jsou ROE, ROA a ROS podniku XY. Data, která se v této analýze používají, jsou ročního charakteru a jsou sezóně očištěna. Použité časové řady zahrnují rok 2006 až rok 2018. Časové období tedy pokrývá období, kdy ČNB snižovala úrokové sazby před vyhlášením devizových intervencí, následně čas kdy byly vyhlášeny devizové intervence a v neposlední řadě i období po devizových intervencích. Jako zdroje dat byly využity interní dokumenty podniku XY (účetní závěrky podniku XY v letech 2006-2018), ze kterých byly vypočítány ukazatele výkonosti firmy (viz příloha D). Dále byla využita databáze ARAD, ze které byly vybrány data pro vývoj peněžního agregátu **PRIBOR** (viz příloha E), která byla testována na hladině významnosti 0,05.

5.3.1 Testování optimálního řádu zpoždění

Dle vymezené teorie v kapitole 5.2 bude nejprve proveden test, pomocí Akaikeho kritéria, na optimální zpoždění časových řad. Nezávislou proměnou je stanovena úroková sazba PRIBOR a závislými proměnnými jsou ukazatele ROE, ROA a ROS. V následujících tabulkách jsou zobrazeny hodnoty AIC pro jednotlivé proměnné na 2 řády zpoždění. V tomto případě se jedná o zpoždění 2 roky, což odpovídá časovému zpoždění v ekonomické teorii, kde se uvádí, že optimální zpoždění časových řad je 12-18 měsíců. V tabulkách 5,6 a 7 jsou uvedeny hodnoty pro testy s konstantou, s trendem a s konstantou i trendem. Nejnižší hodnoty jsou zvýrazněny a tyto výsledky budou zohledněny při dalších výpočtech.

Tab. 5 Optimální řád pro ROA

Řád zpoždění	ROA	ROA	ROA
	AIC, s konstantou	AIC, s trendem	AIC, s konstantou a trendem
1	-1,953573	-1,95676	-1,775052
2	-1,836112	-1,850276	-1,669925

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

Tab. 6 Optimální řád pro ROE

Řád zpoždění	ROE	ROE	ROE
	AIC s konstantou	AIC, s trendem	AIC, s konstantou a trendem
1	2,811298	2,819813	2,991798
2	2,957786	2,951738	3,129674

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

Tab. 7 Optimální řád pro ROS

Řád zpoždění	ROS	ROS	ROS
	AIC s konstantou	AIC, s trendem	AIC, s konstantou a trendem
1	-1,215647	-1,216842	-1,043265
2	-1,126777	-1,197295	-1,018125

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

5.3.2 Testování stacionarity

Dalším krokem je testování stacionarity časových řad. Tento test je důležitý z pohledu vypovídací schopnosti výsledku analýzy. Časové řady musí být stacionární, případná nestacionarita by mohla vést ke zdánlivé regresi. Testování se provádí za pomoci rozšířeného Dickey-Fullerova testu. Výsledky ADF testu pro všechny analyzované jsou vyobrazeny v Tab. 8. Testuje se zde nezávislá proměnná, která je zastoupena úrokovou mírou PRIBOR a závislé proměnné, kterými jsou ROA, ROE a ROS.

Tab. 8 Výsledky testu ADF pro jednotlivé proměnné

Zkratka proměnné	p - hodnota	Výhodnocení	H_0:
PRIBOR	0,260	jsou nestacionární	Nezamítáme
ROA	0,121	jsou nestacionární	Nezamítáme
ROE	0,141	jsou nestacionární	Nezamítáme
ROS	0,100	jsou nestacionární	Nezamítáme

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

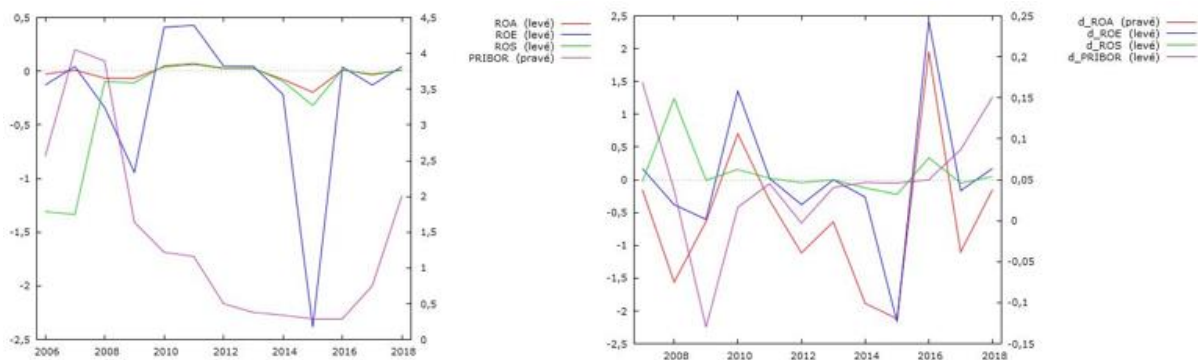
Z výše uvedené Tab. 8 je patrné, že všechny p-hodnoty jsou větší než hladina významnosti, tedy 0,05. Je tedy možné tvrdit, že časové řady jsou nestacionární, jelikož nulové hypotézy nejsou zamítnuté. Nestacionarita by mohla znamenat zavádějící výsledky a výskyt zdánlivé korelace. Aby bylo docíleno stacionarity časových řad byla provedena diference dat pomocí první diference. Výsledky takto upravených dat ukazuje Tab. 9.

Tab. 9 Výsledky testu ADF pro jednotlivé diferencované proměnné

Zkratka proměnné	p - hodnota	Výhodnocení	H_0:
PRIBOR	0,014	jsou stacionární	Zamítáme
ROA	0,016	jsou stacionární	Zamítáme
ROE	0,021	jsou stacionární	Zamítáme
ROS	0,027	jsou stacionární	Zamítáme

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

ADF test určil, že pro diferencované proměnné platí, že časové řady jsou stacionární, tedy nulová hypotéza se zamítá. Jinak řečeno u časových řad existuje jednotkový kořen. Je tedy možné přistoupit k poslednímu kroku – provedení Engel-Grangerova testu. Pro vizuální uvedení diference jsou uvedeny následující grafy (Obr. 14), které zobrazují vykreslení časových řad před a po první diferenci dat.



Obr. 14 Vývoj PRIBOR, ROA, ROE a ROS před a po první diferenci dat

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

5.3.3 Testování kointegrace

U časových řad byla prokázána stacionarita, lze tedy přistoupit k testování kointegrace. Test kointegrace je realizován pomocí Engel-Grangerova testu, kde bude porovnána p-hodnota s hladinou významnosti. V následující Tab. 10 je popsán dlouhodobý vztah daných párů časových řad, kde nezávislou proměnou zastupuje PRIBOR a závislou proměnou pak zastupují poměrový ukazatele ROA, ROE a ROS.

Tab. 10 Výsledky Engel – Grangerova testu

Testovaný vztah	p-hodnota	Vyhodnocení	H_0 :
PRIBOR-ROA	0,097	nejsou kointegrované	Nezamítáme
PRIBOR-ROE	0,094	nejsou kointegrované	Nezamítáme
PRIBOR-ROS	0,120	nejsou kointegrované	Nezamítáme

Zdroj: Vlastní zpracování dle uvedených dat zpracovaných programem Gretl 1.9.4.

Při testování kointegrace bylo na výběr mezi třemi modely a to model bez konstanty, s konstantou a s konstantou a trendem. U každého testovaného dlouhodobého vztahu byl vybrán model, u kterého je AIC nejnižší. Pro dlouhodobý vztah PRIBOR/ROA byl vybrán model bez konstanty, pro PRIBOR/ROE byl vybrán model s konstantou a pro dlouhodobý vztah PRIBOR/ROS byl vybrán model bez konstanty. Dle uvedených výsledků v Tab. 10 lze vidět, že časové řady nejsou kointegrované. Vývoj časových řad je tedy odlišný, což je možné vypožorovat i na grafech v Obr. 14.

Dle rešerše literatury (kapitola 5.2) mohl být očekávaný závěr jiný. Jelikož ve studii od Aliyev et al. (2015) a studii od Kajurové a Linnertové (2015) bylo uvedeno, že krátkodobé úrokové sazby, v našem i jejich případě PRIBOR, mohou mít vliv na ziskovost podniku. Nesoulad

výsledků může být způsoben odlišným sledovaným obdobím. Ani v jedné z těchto studií nebylo zahrnuto celé období devizových intervencí. Pouze u Kajurové a Linnertové (2015), obsáhlo sledované období začátek trvání této nekonvenční politiky. Vzhledem k tomu, že tato práce analyzuje období 2006–2018, je v této době zahrnuta i nekonvenční politika České národní banky. Sledované období tedy zahrnuje období před devizovými intervencemi, celou dobu devizových intervencí a i rok po ukončení kurzového závazku. Je tedy možné, že je působení odlišné měnové politiky, v námi sledovaném období a sledovaném období ve výše zmiňovaných studiích, faktorem, který způsobuje nesoulad výsledků. Další okolností je, že výsledky jsou ovlivněny problémy, které podnik ve sledovaném období měl a které nijak nesouvisely s měnovou politikou. Tyto problémy, jak je již výše uvedeno (kapitola 4.2), byly způsobeny především špatnou kvalitou výrobků. Kvůli špatné kvalitě došlo k reklamaci celé výrobní zakázky a dále bylo nutné stáhnout jeden typ výrobku z trhu. Je tedy možné říci, že takto velké peněžní zásahy ovlivnily výsledek hospodaření a tudíž ovlivnily i výsledky ve statistické analýze. Dalším možným důvodem, je použití rozdílných statistických analýz. Kombinace těchto faktorů zapříčinila, že provedená statistická analýza nepotvrdila korelaci mezi zkoumanými veličinami.

ZÁVĚR

V diplomové práci je popsána měnová politika České republiky a charakterizována Česká národní banka, jakožto vykonavatel měnové politiky. Ve sledovaném období byla provedena jak konvenční, tak nekonvenční měnová politika. Protože hlavním cílem České národní banky je péče o cenovou stabilitu, tak i v námi sledovaném období využívá své měnově-politické nástroje k dosažení tohoto cíle. Proto v roce 2008 dochází ke snižování úrokových sazeb a zavedení dodávacích repooperací a to z důvodu světové a hospodářské krize. Česká národní banka úrokové sazby dále snižovala až do té doby než se dostanou na technickou nulu. Z důvodu oživení ekonomiky a zastavení snižování cenové hladiny bylo nutné využít nekonvenční měnovou politiku a tak 7. 11. 2013 byly provedeny devizové intervence. V roce 2017 bylo již dosaženo podmínek pro plnění inflačního cíle 2 %. Proto byl kurzový závazek dne 6. 4. 2017 ukončen.

Další kapitola je věnována představení vybraného podniku, ve kterém byla provedena analýza ziskovosti a jeho data byla následně využita i ve statistické analýze. Finanční analýzou bylo zjištěno, že je firma po většinu let ze sledovaného období ve ztrátě. Sledované poměrové ukazatele vybraného podniku nedosahují na průměrné výsledky poměrových ukazatelů v odvětví. Firma začala podnikat v České republice v roce 2005, proto je pochopitelné, že v prvním roce sledovaného období vykazovala ztrátu a ne zisk. Firma měla velké počáteční investice, které předpokládala, že se jí začnou vracet. Prvním ziskovým rokem byl rok 2010, od toho roku se firmě začíná dařit, poměrové ukazatele se pohybují kolem průměrných poměrových ukazatelů z odvětví. Ukazatel ROA se v roce 2011 dostává nad odvětvový průměr. Ukazatele ROE a ROS se nad tento průměr dostávají již ve zmiňovaném roce 2010. Důvodem pro růst ziskovosti je, že firma přijímá nové zakázky, zvyšuje svoji výrobu a tím pádem se zvyšují i tržby. V dalších letech je firma díky novým zakázkám stále v zisku a to až do roku 2014, kdy je z důvodu špatné kvality výrobku uplatněna reklamace, která se sebou přináší velké náklady. Protože včetně uhrazení této reklamace, musí podnik vynaložit další náklady na stažení výrobku z trhu, vykazuje ztrátu i v roce 2015. V roce 2016 se podnik dostává do zisku, tento stav si ale dlouho neudrží a v následujícího roku vykazuje opět ztrátu, která je opět zapříčiněna špatnou kvalitou výrobků a vyšším počtem zaměstnanců, než bylo ve skutečnosti třeba. V posledním roce sledovaného období, v roce 2018, je podnik opět v zisku z důvodu zvýšení efektivity ve výrobě, zlepšení kvality, snížení zmetkovosti a snížením nepřímých nákladů. Podniku je doporučeno, aby prováděl kontroly materiálu a jeho zpracování

a nadále se soustředil na snížení zmetkovosti. Dále by bylo vhodné efektivněji využívat svůj pracovní kapitál.

Dle účetních výkazů a interních dokumentů podniku bylo zjištěno, že devizové intervence byly pro podnik výhodné, jejich vliv byl tedy pozitivní. Neboť díky kurzovému závazku se zvedly celkové prodeje. Konkrétně se v roce 2014 jednalo o 5% nárůst celkových prodejů, v dalším roce se jednalo o 3% nárůst, v roce 2016 to byl 7% nárůst a v roce 2017 se jednalo o 2,5% nárůst celkových prodejů. Tyto nárůsty byly zapříčiněny především zakázkami, které podnik měl nasmlouvané se zahraničními odběrateli a dodavateli. I přes tento pozitivní vliv devizových intervencí na celkové prodeje podniku, ale nebylo ve statistické analýze zjištěno, že by intervence měly dlouhodobý vliv na celkovou ziskovost podniku.

V předposlední části této diplomové práce byla provedena statistická analýza účinnosti měnové politiky realizované devizovými intervencemi. Dle provedené rešerše literatury byla nejdříve stanovena nezávislá veličina PRIBOR a jako závislé veličiny byly zvoleny ukazatele ziskovosti podniku. Konkrétně šlo o ukazatele rentability aktiv, rentability vlastního kapitálu a rentability tržeb. Nejprve bylo nutné určit optimální zpoždění, toto určení bylo provedeno za pomoci Akaikeho testu. AIC test se používá, pokud máme malý počet pozorování. Hodnoty, které jsou získány ekonometrickým programem Gretl 1.9.4, jsou využity v dalším postupu. Dále byla zjišťována přítomnost jednotkového kořene a to za pomoci Dickey-Fullerova testu. V tomto testu je třeba zamítnout nulovou hypotézu, což znamená, že časové řady jsou stacionární. Z důvodu nezamítnutí nulové hypotézy, bylo nutné provést úpravu dat pomocí diferencování. Po této úpravě byl znovu proveden Dickey-Fullerův test, na jehož základě bylo možné říci, že časové řady jsou stacionární a je tedy možné přistoupit k samotnému Engel-Grangerovu testu. Tímto testem bylo zjištěno, že na hladině významnosti 0,05 neexistuje dlouhodobý vztah mezi žádnou časovou řadou. Tento výsledek byl poté ověřen a potvrzen za pomoci vizuální kontroly časových řad. Nelze tedy prokázat, že by měnová politika měla vliv na ekonomickou situaci podniku.

Nenalezení dlouhodobého vztahu mezi PRIBOR/ROA, PRIBOR/ROE a PRIBOR/ROS může být způsobeno kombinací několika faktorů. Těmito faktory jsou specifická analyzovaného časového období a podnikové problémy s kvalitou výrobků, které zapříčinily ztráty a ovlivnily tak hospodářské výsledky vybraného podniku. Jelikož se ve statistické analýze pracovalo především se zisky vybrané firmy, je to možný faktor, který statistickou analýzu ovlivnil.

Sledované období se liší především tím, zda v něm byla použita nekonvenční měnová politika či nikoli. Nami sledované období obsahuje, jak dobu nízkých úrokových sazeb před devizovými intervencemi, tak období kdy byly využity devizové intervence a dobu po devizových intervencích. Kombinace těchto faktorů zapříčinila, že provedená statistická analýza nepotvrdila korelaci mezi zkoumanými veličinami. Řešením by mohla být analýza delšího časového období a zprůměrování poměrových ukazatelů více podniků v odvětví. Což by mohlo zapříčinit, že by interní problémy jednoho z podniků neovlivnily výsledky celkové statistické analýzy.

POUŽITÁ LITERATURA

1. AKAIKE, Hirotugu. Likelihood of a model and information criteria. *Journal of econometrics*, [online]. 1981, [cit. 2019-04-23]. Dostupné z: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304407681900713>.
2. ALIYEV, Ruslan., Dana. HÁJKOVÁ AND Ivana. KUBICOVÁ The Impact of Monetary Policy on Financing of Czech Firms. *Czech Journal of Economics and Finance*, [online]. 2015, [cit. 2019-04-23]. Dostupné z: http://journal.fsv.cuni.cz/storage/1343_hajkova.pdf.
3. ARLT, Josef., Markéta ARLTOVÁ, 2007. *Ekonomické časové řady: [vlastnosti, metody modelování, příklady a aplikace]*. Praha: Grada, ISBN: 978-80-247-1319-9.
4. BENDA, Vojtěch. Měnová politika [online]. 2018, Praha: Česká národní banka, s. 15 [cit. 2019-04-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/verejnost/.galleries/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/benda_20180227_citibank_praha.pdf
5. CÚRDIA, Vasco and Michael Woodford, Conventional and Unconventional Monetary Policy, *FRB of New York Staff Report* [online], 2009, [cit. 2011-05-20]. Dostupné z: <https://ssrn.com/abstract=1504864> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1504864>.
6. ČERNOHORSKÁ, Liběna, 2017. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Vydání druhé. Pardubice: Univerzita Pardubice. ISBN 978-80-7560-094-3.
7. ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ, 2011. *Základy financí*. Praha: Grada, ISBN 978-80-247-3669-3.
8. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Cílování inflace 1997 – 2000* [online], 2019i [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/1_zavedeni_cilovani_inflace_a_geneze_tohoto_menovopolitického_rezimu/
9. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Cílování inflace* [online], 2019g [cit. 2019-02-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
10. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Dějiny* [online], 2019e [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_institute/ceska_narodni_bank
11. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Finanční trhy* [online], 2019l [cit. 2019-02-02]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/devop_eur.html
12. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Inflace* [online], 2019j. [cit. 2019-02-02]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html#inflacni_cile

13. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Inflační výkyvy* [online], 2019k [cit. 2019-01-26]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
14. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Měnová politika* [online]. 2019c [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/
15. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Měnové režimy* [online], 2019d [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html
16. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Měnově-politické nástroje* [online], 2019m [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#d1
17. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Mezinárodní vztahy* [online], 2019h [cit. 2019-02-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni_vztahy/ecb_escb/
18. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Situační zpráva o hospodářském a měnovém vývoji* [online], 2013 [cit. 2019-02-02]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/download/tk_08sz2013_cz.pdf
19. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Výroční zpráva 2017* [online], 2018 [cit. 2019-01-27]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2017.pdf
20. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Finanční stabilita* [online], 2019n. [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/
21. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Makroobezřetnostní politika* [online], 2019o. [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/makroobezretnostni_politika/
22. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *Nekonvenční měnová politika* [online], 2019a [cit. 2019-03-08]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_III/boxy_a_prilohy/zoi_III_2009_box_I.html
23. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA: *O ČNB* [online], 2019b. [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/
24. ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA, *Dějiny* [online], 2019f [cit. 2019-01-23]. Dostupné z: http://www.historie.cnb.cz/cs/dejiny_institute/statni_banka_ceskoslovenska/index.html
25. ČESKO. Zákon č. 6/1993 Sb. ze dne 17. prosince 1992, o České národní bance. In *Sbírka zákonů České republiky*.

26. ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD: *Databáze – ekonomické výsledky průmyslu* [online], 2018 [cit. 2019-03-08]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ekonomicke-vysledky-prumyslu-cr-2016>
27. ENGLE, Robert and Clive GRANGER, WJ. Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing. *Econometrica*, [online], 1987, [cit. 2019-04-23]. Dostupný z : https://www.jstor.org/stable/1913236?seq=1#page_scan_tab_contents
28. FRANTA, Michal a kol., *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-02-03]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf.
29. HAAN, De Leo and Elmer STERKEN. The Impact of Monetary Policy on the Financing Behaviour of Firms in the Euro Area and the UK, *The European Journal of Finance* [online], 2006 [cit. 2019-04-23]. Dostupný z: <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/13518470500459840>
30. HOBZA, Vladimír a Eva SCHWARTZHOFFOVÁ, 2015. *Manažerská ekonomika: kapitoly k finanční analýze: výkladový text, příklady a případové studie*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci. ISBN 978-80-244-4889-3.
31. JANÁČKOVÁ, Stanislava, 2015. *Lesk a bída měnové politiky: peníze tajemství zbavené?*. Praha: Institut Václava Klause. ISBN 978-80-87806-99-9.
32. JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.
33. KAJUROVA, Veronika and Dagmar LINNERTOVA, The Impact of Loose Monetary Policy on the Competitiveness of Czech Firms, *ACTA VŠFS*, [online]. 2015 [cit. 2019-04-01]. Dostupné z: WWW: https://www.researchgate.net/profile/Veronika_Kajurova/publication/324910797_The_Impact_of_Loose_Monetary_Policy_on_the_Competitiveness_of_Czech_Firms/links/5aeaf628a6fdc03cd90d73b/The-Impact-of-Loose-Monetary-Policy-on-the-Competitiveness-of-Czech-Firms.pdf
34. KISLINGEROVÁ, Eva, 2008. *Finanční analýza: krok za krokem*. Praha: C. H. Beck. C. H. Beck pro praxi. ISBN 978-80-7179-713-5.
35. KLIKOVÁ, Christiana a Igor KOTLÁN, 2012. *Hospodářská politika*. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates, ISBN 978-80-86572-76-5.

36. KNÁPKOVÁ, Adriana a kol., 2017. *Finanční analýza: komplexní průvodce s příklady*. 3., kompletně aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Prosperita firmy. ISBN 978-80-271-0563-2.
37. KOMÁREK, Luboš a kol. *Globální ekonomický výhled – leden*, [online]. 2014, [cit. 2017-02-03]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/gev/gev_2014/gev_2014_01.pdf
38. LIARGOVAS, Panagiotis. and Konstantinos SKANDALIS, Factors Affecting Firms Competitiveness: *The Case of Greece*, 2010, [online]. [cit. 2019-03-03]. Dostupný z: <https://www.questia.com/library/journal/1G1-240915071/factors-affecting-firms-erformance-the-case-of>
39. MÁČE, Miroslav, 2006. *Finanční analýza obchodních a státních organizací: praktické příklady a použití*. Praha: Grada. Finanční řízení. ISBN 80-247-1558-9.
40. POLOUČEK, Stanislav, 2013. *Bankovníctví*. 2. vyd. V Praze: Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-491-9.
41. POSPÍŠIL, Richard, 2013. *Základy měnové politiky a bankovníctví*. Olomouc: Univerzita Palackého v Olomouci, Filozofická fakulta. ISBN 978-80-244-3514-5.
42. REVENDA, Zbyněk, 2011. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualizované vydání. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-230-7.
43. RŮČKOVÁ, Petra, 2010. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 3., aktualizované vydání. Praha: Grada Publishing. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-3308-1.
44. SEDLÁČEK, Jaroslav, 2011. *Finanční analýza podniku*. 2., aktualiz. vyd. Brno: Computer Press. ISBN 978-80-251-3386-6.
45. SIUDEK, Tomasz and Aldona ZAWOJSKA, *Competitiveness in the Economic Concepts, Theories and Empirical Research*, 2014 [online]. [cit. 2019-03-03]. Dostupný z: https://www.researchgate.net/publication/329152680_competitiveness_in_the_economic_concepts_theories_and_empirical_research
46. ŠULÁK, Milan a Emil VACÍK, 2005. *Měření výkonnosti firem*. Praha: Vysoká škola finanční a správní. Eupress. ISBN 80-86754-33-2.
47. VEJMĚLEK, Jan, 2014, Dopad intervence ČNB do finančních trhů. *Politická ekonomie*. 6. [online]. [cit. 2019-03-03]. Dostupný z: http://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_svetove_financni_a_hospodarske_krize/index.html
48. ŽÁK, Milan. 2006, *Hospodářská politika*. Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu, ISBN 80-86730-04-2.

PŘÍLOHY

PŘÍLOHA A – AKTIVA PODNIKU	60
PŘÍLOHA B – PASIVA PODNIKU	61
PŘÍLOHA C - POSTUP CENTRÁLNÍ BANKY	62
PŘÍLOHA D - TRŽBY A ZISKY PODNIKU XY	63
PŘÍLOHA E - VÝVOJ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU PRIBOR	63

PŘÍLOHA A – AKTIVA PODNIKU

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aktiva celkem	671 908	844 224	968 550	1 144 602	1 068 641	1 033 776	1 035 213	1 086 697	1 299 383	1 833 780	2 310 898	2 321 457	2 375 132
Dl. hmotný majetek	481 346	713 735	661 287	683 803	644 045	596 460	697 131	888 063	818 662	1 288 724	1 618 677	1 602 845	1 596 223
Dl. nehmotný majetek	490	1 379	1 313	1 197	891	1 506	2 913	4 499	3 823	3 666	2 827	1 563	1 320
Oběžná aktiva	189 607	128 427	301 386	456 585	421 139	433 748	333 653	387 973	460 797	516 829	667 390	697 453	750 087
Zásoby	3 594	61 992	72 615	84 729	84 043	90 579	92 189	113 034	110 759	168 351	247 630	284 398	280 496
Dl. pohledávky	-	-	-	-	-	-	-	865	2 868	573	80	1 897	-
Kr. pohledávky			181 312	234 667	227 702	227 248	197 180	200 135	267 859	290 387	361 502	374 425	381 793
Kr. Finanční majetek	182 319	33 449	47 459	137 189	109 394	115 921	44 284	73 939	79 311	57 518	58 178	36 733	87 798
Časové rozlišení			4 564	3 017	2 566	2 062	1 516	6 162	16 101	24 561	22 004	19 596	27 502

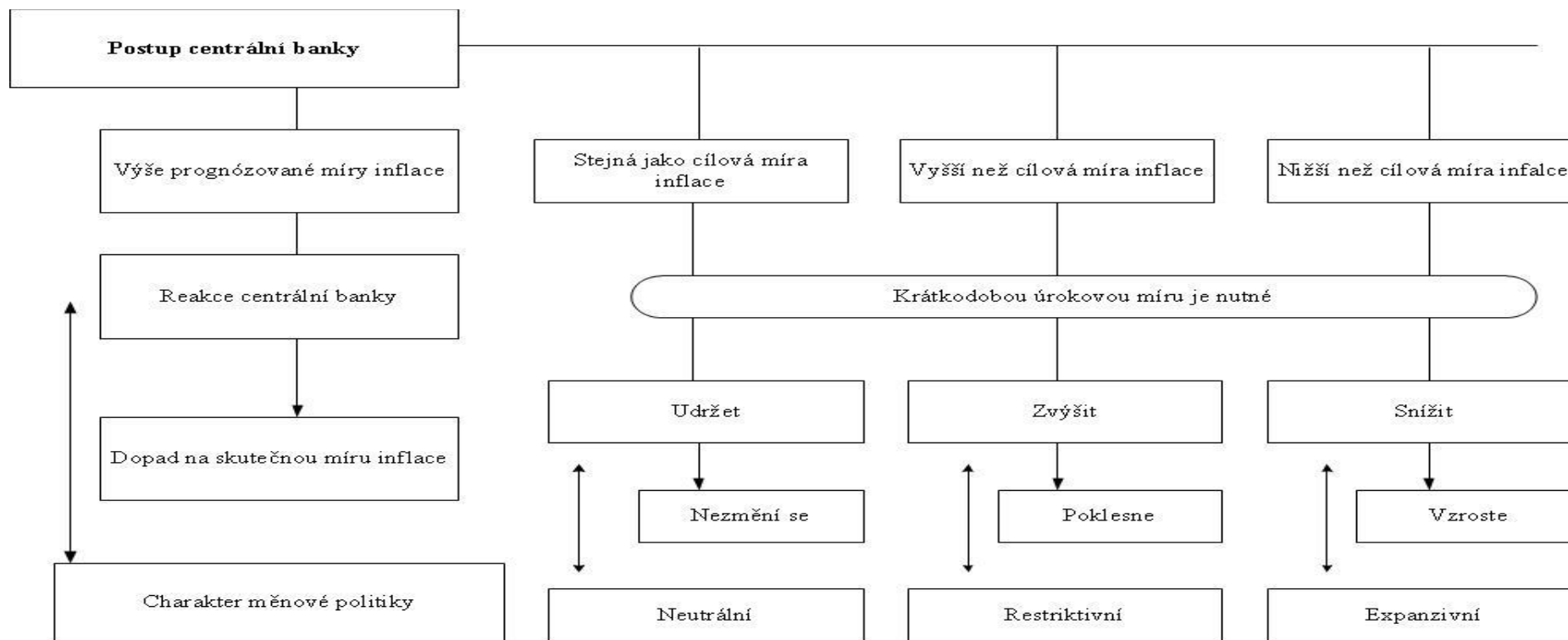
Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY

PŘÍLOHA B – PASIVA PODNIKU

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Pasiva celkem	671 908	844 224	968 550	1 144 602	1 068 641	1 033 776	1 035 213	1 086 697	1 299 383	1 833 780	2 310 898	2 321 457	2 375 132
Vlastní kapitál	443 805	278 050	187 402	80 722	103 704	155 607	550 231	565 349	458 797	151 237	585 562	511 422	525 783
Základní kapitál	330 000	500 000	500 000	500 000	500 000	500 000	880 000	880 000	880 000	930 000	930 000	930 000	930 000
Kapitálové fondy	-	-	-	-	-	-	10	10	10	10	416 859	416 859	416 859
Rezervní fond	-	-	-	-	-	2 298	4 893	5 624	6 380	6 380	6 380	6 380	6 380
VH minulých let	- 9 631	- 56 195	-221 950	- 312 598	- 419 278	- 398 594	- 349 291	- 335 403	- 321 045	- 427 598	- 785 153	- 767 677	- 841 817
VH běžného ÚO	- 165 755	- 46 564	- 90 648	- 106 680	22 982	51 903	14 614	15 118	- 106 563	- 357 560	17 476	- 74 140	14 361
Cizí zdroje	227 456	563 502	771 678	1 055 923	964 657	877 900	484 477	520 895	834 169	1 680 261	1 724 564	1 805 983	1 844 087
Rezervy	382	713	1 082	4 249	6 950	7 175	7 603	8 184	204 399	518 356	223 784	48 103	28 331
Dl. závazky	-	-	-	-	-	-	-	5 717	8 435	2 640	2 502	358	208
Kr. závazky	29 868	102 172	160 023	219 944	225 387	545 725	146 414	123 054	175 695	182 730	309 783	274 452	270 554
Bank. úvěry	197 206	460 617	610 573	831 730	732 320	325 000	330 460	383 940	445 640	975 535	1 188 495	1 483 070	1 544 994
Časové rozlišení	647	2 672	9 470	7 957	280	269	505	453	6 417	2 282	772	4 052	5 262

Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY

PŘÍLOHA C - POSTUP CENTRÁLNÍ BANKY



Zdroj: zpracováno dle Revenda, 2011

PŘÍLOHA D - TRŽBY A ZISKY PODNIKU XY

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
TRŽBY	10	51 179	641 898	714 261	845 132	928 976	905 477	886 101	1 048 205	1 126 345	1 678 678	1 805 254	1 782 457
EBIT	-46 564	-165 755	-63 309	-76 129	42 373	66 504	26 013	25 870	-100 158	-360 625	22 329	-66 177	22 634
EAT	-70 063	-193 094	-90 648	-106 680	22 982	51 903	14 614	15 118	-106 553	-357 560	17 470	-74 140	14 361

Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY

PŘÍLOHA E - VÝVOJ PENĚŽNÍHO AGREGÁTU PRIBOR

ROKY	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
PRIBOR	2,56	4,05	3,89	1,64	1,22	1,16	0,5	0,38	0,34	0,29	0,29	0,75	2,01

Zdroj: Zpracováno dle účetních výkazů podniku XY