

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

FAKULTA EKONOMICKÁ

Diplomová práce

Monetární politika v malé otevřené ekonomice

Monetary policy in a small open economy

Bc. Jakub Hruška

Plzeň 2020

ZÁPADOČESKÁ UNIVERZITA V PLZNI

Fakulta ekonomická

Akademický rok: 2019/2020

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

Jméno a příjmení: **Bc. Jakub HRUŠKA**
Osobní číslo: **K17N0028P**
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Podniková ekonomika a management**
Téma práce: **Monetární politika v malé otevřené ekonomice**
Zadávající katedra: **Katedra financí a účetnictví**

Zásady pro vypracování

1. Charakterizujte monetární politiku a její nástroje.
2. Analyzujte vnější monetární politiku ČNB v letech 2013 – 2017.
3. Analyzujte ekonomické dopady opatření monetární politiky v České republice z let 2013 – 2017 na celkový výstup a makroekonomické ukazatele.
4. Zhodnoťte ekonomické dopady opatření monetární politiky v České republice z let 2013 – 2017 na celkový výstup a makroekonomické ukazatele.


Ing. František Liška, Ph.D.
děkan




Doc. Ing. Miroslav Křesťák, Ph.D.
ředitel katedry

Plzeň, dne 22. října 2019

Rozsah diplomové práce: **60 – 80**
Rozsah grafických prací:
Forma zpracování diplomové práce: **tištěná/elektronická**

Seznam doporučené literatury:

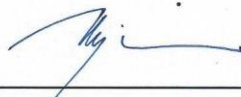
- Friedman, M. (1997). *Za vším hledej peníze* Praha: Grada Publishing a.s.
- Mandel, M., & Tomšík, V. (2008). *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press.
- Rojíček, M., Spěváček, V., Vejrnělek, J., Zamrazilová, E., & Žďárek, V. (2016). *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (1991). *Ekonomie*. Praha: Svoboda-Libertas.
- Slaný, A. a kol. (2003). *Makroekonomická analýza a hospodářská politika*. Praha: C.H. Beck.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Vendula Tesařová, Ph.D.**
Katedra ekonomie a kvantitativních metod

Datum zadání diplomové práce: **22. října 2019**
Termín odevzdání diplomové práce: **22. dubna 2020**



Doc. Ing. Michaela Krechovská, Ph.D.
děkanka



Ing. Pavlína Hejduková, Ph.D.
vedoucí katedry

V Plzni dne 22. října 2019

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma

„Monetární politika v malé otevřené ekonomice“

vypracoval samostatně pod odborným dohledem vedoucí diplomové práce za použití pramenů uvedených v příložené bibliografii.

Plzeň dne 8. prosince 2020

.....

podpis autora

Poděkování

Rád bych poděkoval vedoucí mé diplomové práce Ing. Vendule Tesařové, Ph.D. za odborné vedení a vstřícnost.

Dále děkuji všem, kteří mě při psaní diplomové práce podporovali.

Obsah

Úvod	9
1 Banka a bankovní systémy	10
1.1 Druhy bankovních systémů.....	10
1.2 Centrální banka	11
1.3 Funkce centrální banky	12
2 Monetární politika	14
2.1 Cíle monetární politiky	14
2.2 Charakter monetární politiky	16
2.3 Druhy monetární politiky	17
2.4 Nástroje monetární politiky.....	19
2.4.1 Operace na volném trhu	20
2.4.2 Diskontní nástroje	22
2.4.3 Devizové intervence	23
2.4.4 Povinné minimální rezervy	24
2.4.5 Přímé nástroje monetární politiky.....	25
2.5 Transmisní mechanismus monetární politiky	26
2.5.1 Měnový transmisní mechanismus.....	27
2.5.2 Úvěrový transmisní mechanismus	29
2.5.3 Kurzový transmisní mechanismus	30
3 Vývoj ekonomiky před spuštěním devizových intervencí	33
3.1 Ekonomická krize z roku 2008	33
3.2 Ekonomický vývoj v ČR.....	34
3.2.1 Vývoj inflace.....	36
3.2.2 Vývoj nezaměstnanosti	41

3.2.3	Vývoj mezd	43
3.2.4	Inflační očekávání	44
3.3	Zahájení devizového intervenování ČNB.....	46
3.3.1	Alternativy kurzového závazku.....	47
3.3.2	Historie devizových intervencí ČNB	50
4	Analýza makroekonomických ukazatelů v souvislosti s devizovými intervencemi.....	51
4.1	Transmisní mechanismus devizového intervenování ČNB.....	51
4.2	Výsledky hospodaření ČNB	53
4.2.1	Porovnání výsledků hospodaření s devizovými rezervami	56
4.3	Vývoj inflace	60
4.4	Vývoj kurzu CZK/EUR	66
4.5	Vývoj exportu a importu.....	69
4.6	Vývoj HDP	73
4.7	Vývoj nezaměstnanosti a mezd	78
4.8	Vzájemná korelace makroekonomických ukazatelů	82
5	Zhodnocení dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku	85
	Závěr.....	91
	Seznam použitých zdrojů.....	92
	Seznam použitých zkratk.....	98
	Seznam tabulek.....	99
	Seznam grafů	100
	Seznam obrázků	101
	Seznam příloh	102
	Abstrakt	
	Abstract	

Úvod

Vlivem světové finanční a ekonomické krize roku 2008 došlo v Evropě k prudkému zpomalení hospodářského růstu a k negativnímu vývoji řady makroekonomických ukazatelů. Proti tomu se centrální banky rozhodly zasáhnout a na zmíněný vývoj zareagovaly postupným snižováním úrokových sazeb až na technickou nulu. Nicméně to nestačilo a bylo potřeba přiklonit se k dalšímu uvolnění měnové politiky. Od roku 2013 se česká ekonomika potýkala s přetrvávajícími dezinflačními tlaky a čelila hrozbě deflace. Z toho důvodu se Česká národní banka rozhodla v listopadu 2013 využívat devizový kurz jako další nástroj měnové politiky. Zavázala se intervenovat na devizovém trhu za účelem oslabení kurzu koruny tak, aby ho udržovala nad stanovenou hranicí 27 CZK/EUR. Hlavním cílem devizových intervencí bylo návratit inflaci do zvoleného 2 % cíle a umožnit ČNB znovu používat její hlavní nástroj, tj. úrokové sazby.

Hlavním cílem této práce je zhodnotit dopady devizových intervencí z let 2013–2017 na českou ekonomiku. Dílčím cílem je zhodnotit rozhodnutí České národní banky, které vedlo k přijetí devizových intervencí. Dále popsat důvody, které měla centrální banka pro tento netradiční krok, a jaký byl stav tuzemské ekonomiky před a během devizových intervencí. A v neposlední řadě přiblížit dopad samotných intervencí na vybrané makroekonomické ukazatele a zhodnotit jejich adekvátnost.

První kapitola je zaměřena na vymezení pojmů bankovní systém a centrální banka. Druhá kapitola pojednává o monetární politice, o jejích nástrojích a o kanálech, skrze které dosahuje stanovené cíle. Mimo teoretické objasnění obsahuje tato kapitola i vysvětlení o tom, jaké měnové nástroje a transmisní kanály používá ČNB.

Třetí kapitole se zaměřuje na analýzu stavu ekonomiky před zahájením devizových intervencí a na zhodnocení makroekonomických ukazatelů, které podle tehdejšího guvernéra ČNB vedly k rozhodnutí o přijetí kurzového závazku. Čtvrtá kapitola se zabývá analýzou makroekonomických ukazatelů a výsledků hospodaření ČNB v souvislosti s devizovými intervencemi. Ještě před samotnou analýzou je popsán transmisní mechanismus, pomocí něhož plánovala ČNB dosáhnout cílů intervencí. Závěrem práce je zhodnocení reálných, ale i potenciálních dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku. Jelikož se jedná o velmi diskutované téma, je do kapitoly také zahrnuto hodnocení intervencí z pohledu odborných autorit.

1 Banka a bankovní systémy

Systém je skupina vzájemně se ovlivňujících nebo vzájemně propojených entit, které tvoří sjednocený celek. Skládá se z částí, jež jsou spojeny za účelem umožnění toku informací, materiálu, či energie. V bankovním systému jsou těmito entitami banky, sjednoceným celkem se stává utvořené bankovní prostředí a účelem sjednocení je umožnění toku kapitálu (Šenkýřová, 2010).

Banka je finanční instituce, která poskytuje finanční služby. Základní činností banky je shromažďování volných peněžních prostředků, neboli vkladů, které dále poskytuje ve formě úvěrů. Úvěrové aktivity lze provádět buď přímo nebo nepřímo prostřednictvím kapitálových trhů. Vzhledem k jejich velikému významu ve finanční stabilitě země jsou banky ve většině zemí vysoce regulovány. Většina zemí zavedla institucionalizaci systému známého jako frakční rezervní bankovníctví, podle kterého banky drží likvidní aktiva rovnající se pouze části jejich krátkodobých závazků (Polouček, 2009).

Bankovní systém je skupina nebo síť institucí v daném státě. Tyto instituce jsou odpovědné za provozování platebního systému, poskytování půjček, přijímání vkladů a pomoc s investicemi. Tuto síť institucí tvoří centrální banka a síť komerčních bank, jejich vzájemné vztahy, a jejich vztahy s firmami, domácnostmi, státem a zahraničím. Způsob jakým funguje bankovní systém v dané zemi je určen především ekonomickým prostředím dané země, tradicí a zapojením země do mezinárodního trhu. Mezi další důležité faktory se řadí vazby mezi jednotlivými bankami, měnová stabilita, směnitelnost měny, způsob regulace bankovních činností a další faktory (Revenda, 2001).

1.1 Druhy bankovních systémů

Bankovní systém jsme definovali jako souhrn všech bankovních institucí a vztahů mezi nimi. Tvoří jej tedy centrální banka, komerční banky a vztahy mezi nimi. Rozlišujeme dva druhy bankovních systémů: **jednostupňové a dvoustupňové bankovní systémy**.

O jednostupňovém bankovní systému mluvíme tehdy, pokud centrální banka provádí veškeré bankovní operace, včetně poskytování úvěrů firemnímu sektoru. Ostatní banky, které působí v dané soustavě jsou většinou specializované na předem úzce vymezený rozsah bankovní činnosti. Tyto banky nejsou podnikatelskými subjekty a jsou plně

závislé na rozhodování centrální banky. Vyskytují se především v centrálně řízených ekonomikách.

Naproti tomu dvoustupňový bankovní systém se vyznačuje centrální bankou, která neposkytuje úvěry podnikatelskému sektoru a zároveň přímo neřídí působení ostatních bank. U dvoustupňového bankovního systému tak dochází k oddělení centrálního a obchodního bankovníctví. Centrální banka pouze upravuje podmínky, ve kterých obchodní banky podnikají s penězi za účelem dosažení zisku (resp. maximalizace tržní ceny svých akcií). Je charakteristický především pro tržní ekonomiku (Revenda, 2001).

Česká republika disponuje dvoustupňovým bankovním systémem, který se skládá z centrální banky a bank ostatních. V ČR je centrální banka státní institucí, která je ale značně nezávislá a není podnikatelským subjektem. Ostatní banky jsou běžnými podnikatelskými subjekty (obchodními společnostmi), které musí splňovat zákonem určené podmínky pro to, aby jim byla udělena bankovní licence a mohly tak v rámci ČR poskytovat bankovní služby. Centrální banka v ČR je hlavním dozorovým orgánem nad bankami podnikajícími v ČR a průběžně dohlíží na činnost těchto bank. Více o centrální bance v následujících kapitolách (Finanční vzdělávání, 2020).

V některých publikacích se také uvádí třístupňový bankovní systém. V takovém případě se část rozhodovacích pravomocí z oblasti monetární politiky přenáší z centrální banky státu na centrální banku nadnárodního společenství. Takovým příkladem je třeba Evropská unie (Revenda, 2001). Evropská centrální banka (ECB) je centrální bankou 19 zemí Evropské unie, které přijaly euro. Jejich hlavním úkolem je udržovat cenovou stabilitu v eurozóně a zachovat tak kupní sílu jednotné měny. ECB spolu s národními centrálními bankami všech členských zemí EU tvoří Evropský systém centrálních bank (ESCB). Česká národní banka (ČNB) je součástí ESCB od roku 2004, kdy Česká republika vstoupila do Evropské unie (ECB, 2020).

1.2 Centrální banka

Centrální (ústřední) banka je jakousi „bankou bank“, která se svými funkcemi vyčleňuje ze sféry komerčních a ostatních bank. Je tak klíčovou institucí pro fungování monetární politiky. Komerční banky si u ní ukládají své rezervy, ale také si mohou od centrální banky vypůjčit, pokud potřebují své rezervy zvýšit. V tomto smyslu se o centrální bance mluví také jako o věřiteli v poslední instanci. Mezi další důležité funkce ústřední banky

patří emise hotovostních peněz na daném území, provádění měnové politiky, regulace a dohled nad bankovním sektorem. Povaha a působení centrální banky jsou dány vlastnickými poměry, stupněm nezávislosti při rozhodování a provádění měnové politiky. Zákonné vymezení centrální banky je různé a odlišuje se v závislosti na státu (Revenda, 2001).

V České republice zastává pozici centrální banky Česká národní banka. Jedná se o orgán vykonávající dohled nad finančním trhem, který je oprávněný k řešení případné krize na zmíněném trhu. ČNB je založena Ústavou České republiky a provádí svou činnost v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance. Svou činnost provádí prostřednictvím centrály v Praze a ostatních poboček v Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a Ostravě. Hospodáří s vlastním majetkem, včetně devizových rezerv. V čele ČNB stojí bankovní rada, která je sedmičlenná a tvoří ji guvernér, dva viceguvernéři a další čtyři členové bankovní rady. Jednotliví členové bankovní rady jsou jmenováni a odvoláváni prezidentem republiky. Do bankovní rady jsou jmenováni na dobu šesti roků a nesmí zastávat funkci člena bankovní rady více než dvakrát. ČNB se podílí na plnění cílů a úkolů Evropského systému centrálních bank, jehož je součástí. V rámci tohoto systému se také podílí na dohledu nad finančními trhy ve spolupráci s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými orgány dohledu nad finančními trhy (ČNB, 2020a).

1.3 Funkce centrální banky

Význam centrální banky a její činnosti lze vyjádřit charakteristikou jejích základních funkcí. Mezi hlavní funkce této instituce patří emisní monopol na hotovostní peníze, provádění měnové politiky a regulace bankovního systému. Je to právě emisní monopol, který centrální banky odděluje ze sféry obchodních a dalších bank (Černohorský, 2011). Každá centrální banka má dva hlavní okruhy její působnosti: makroekonomické a mikroekonomické, a ty jsou vzájemně provázané. V praxi nelze tyto dva okruhy od sebe navzájem oddělit, neboť se prolínají a probíhají souběžně. Hlavním cílem při plnění makroekonomické funkce je stabilní měnový vývoj, při plnění mikroekonomické funkce pak efektivnost, bezpečnost, spolehlivost a důvěryhodnost bankovního systému v zemi (Revenda, 2001).

Mezi makroekonomické funkce centrální banky patří:

- **Emitační funkce** – Centrální banka má monopolní oprávnění emitovat a stahovat z oběhu hotovostní peníze (bankovky a mince). Jedná se o jednu ze základních a prvotních funkcí, kterou centrální banka disponovala.
- **Funkce měnové politiky** – Centrální banka představuje vrcholný subjekt měnové politiky státu. Tu provádí pomocí jí příslušných nástrojů s cílem ovlivnit makroekonomické cíle: míru inflace, nezaměstnanost, růst HDP, devizový kurz, rovnováhu platební bilance atp.
- **Funkce správy devizových rezerv** - Devizové rezervy jsou finanční rezervy centrální banky v cizí měně. Tyto rezervy umožňují pokrýt momentální peněžní deficit banky a zachovat tak její stabilitu. Centrální banka je shromažďuje a operuje s nimi na devizovém trhu, přičemž sleduje tyto cíle: zajistit devizovou likviditu země, udržet hodnotu devizových rezerv, získávat výnosy vhodným investováním, ovlivňovat vývoj měnového kurzu (Černohorský, 2011).

Mezi mikroekonomické funkce centrální banky patří:

- **Funkce banky bank** – Centrální banka je v pozici, kdy jejími klienty jsou obchodní banky, kterým zajišťuje finanční zdroje v podobě úvěrů, spravuje jim účty a zajišťuje platební a zúčtovací operace.
- **Funkce banky státu** – Centrální banka spravuje všechny účty státu (vlády) a provádí veškeré jeho finanční operace. Je hlavním poradcem vlády v měnových otázkách.
- **Funkce regulační a kontrolní** – Řídí činnost obchodních bank prostřednictvím jejich pravomocí a nástrojů. Kontroluje dodržování právních předpisů ze strany obchodních bank a v případě zjištění nedostatků může udělovat sankce či odebrat bankovní licenci.
- **Funkce zástupce země** – Centrální banka reprezentuje stát před domácí i zahraniční veřejností a pravidelně informuje veřejnost o měnovém vývoji. Zastupuje zemi v mezinárodních institucích jako Mezinárodní měnový fond, Světová banka atd. Má také pravomoci uzavírat dohody mezinárodního charakteru z oblastí bankovníctví a finančnictví (Černohorský, 2011).

2 Monetární politika

Monetární politiku (nebo také měnovou politiku) lze obecně definovat jako „*vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat množství peněz v oběhu a tím dosáhnout určitých cílů*“ (Revenda, 2001, s. 79).

Hlavním představitelem monetární politiky je centrální banka, která se snaží o dosažení předem stanovených cílů pomocí jí dostupných nástrojů. Obecně lze říci, že hlavním cílem monetární politiky je udržování cenové stability. Cenové stability, neboli měnové rovnováhy je dosaženo v případě, kdy se množství peněz v oběhu rovná požadovanému množství peněz, tedy rovná-li se nabídka peněz poptávce po penězích (Revenda, 2001).

2.1 Cíle monetární politiky

Provádění monetární politiky vždy směřuje k určitému konečnému cíli, případně cílům. Konečný cíl je určitý stav v hospodářství, který je podle centrální banky žádoucí, a jehož se snaží dosáhnout a dlouhodobě jej udržovat. Centrální banka, jako hlavní představitel monetární politiky, se prostřednictvím jí příslušných nástrojů snaží o dosažení předem definovaných konečných makroekonomických cílů. Aby jich mohla dosáhnout, musí k tomu použít cíle operační a zprostředkující, protože na konečné cíle nedokáže působit přímo. Operační cíle jsou přímo regulovány centrální bankou, a pomocí transmisního mechanismu pak ovlivňují cíle zprostředkující a konečné. Sledováním více cílů najednou může dojít k vzájemným rozporům ve smyslu, že jejich dosažení může vyžadovat protikladná řešení, proto je nezbytné, aby došlo k preferenci jednoho cíle na úkor ostatních cílů. Lze říci, že základním cílem všech centrálních bank je stabilizace cenové hladiny (Revenda, 2001).

Podle ČNB se „*v praxi stabilitou cen rozumí zpravidla nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst. Růst cen odpovídající cenové stabilitě by měl zahrnovat statistické vychýlení směrem nahoru, k němuž dochází při měření růstu těchto cen, a měl by také dát dostatečný prostor pro drobné změny cenových relací, k nimž v každé ekonomice s efektivním cenovým systémem neustále dochází*“ (ČNB, 2020b).

ČNB má jediný hlavní cíl, a tím je stabilizace cenové hladiny tj. udržení nízkoinflačního prostředí v ekonomice, které je nezbytné pro vytvoření podmínek pro udržitelný hospodářský růst. Nízká inflace je pro Českou republiku důležitá také proto, že se jedná

o jednu z podmínek pro přistoupení k eurozóně. Podpora ekonomického růstu je až sekundárním cílem, tzn. monetární politiku směřující k hospodářskému růstu může ČNB provádět pouze tehdy, pokud tím není narušen její hlavní cíl, kterým je stabilizace cenové hladiny (ČNB, 2020c).

Konečné cíle ČNB jsou formulovány v zákoně č. 6/1993 Sb., který říká, že: „*Hlavním cílem činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné hospodářské politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie*“ (ČNB, 2020c).

Operační cíle

- tržní krátkodobá úroková míra
- měnová báze (méně využívaný vzhledem k nemožnosti určit objem bezhotovostních peněz na straně nabídky a poptávky)
- limity na objem úvěrů nebo na úrokové sazby (v tržních ekonomikách se nepoužívají)

Zprostředkující cíle

- peněžní agregát (M1, M2, M3)
- měnový kurz (platí ve všech ekonomikách, centrální banka se snaží o stabilní kurz)
- tržní dlouhodobá úroková míra

Konečné cíle

- podpora cenové stability (udržení vnitřní stability měny)
- podpora ekonomického růstu
- podpora zaměstnanosti
- stabilita měnového kurzu domácí měny
- stabilita dlouhodobých úrokových sazeb
- stabilita finančního systému nebo souhrn výše zmíněných konečných cílů (Revenda, 2001).

2.2 Charakter monetární politiky

Charakter a účinnost měnové politiky jsou závislé do značné míry na závislosti, či nezávislosti centrální banky na vládě, hovoříme o tzv. míře nezávislosti centrální banky. Pokud je centrální banka závislá na vládě, přizpůsobuje se měnová politika zájmům státního rozpočtu. To vede k tomu, že vláda financuje rozpočtové schodky půjčkami od centrální banky, neboli tištěním peněz, které povedou k růstu inflace. Obecně tedy platí, že v zemích, kde je závislost centrální banky na vládě, je poměrně vyšší míra inflace.

Naproti tomu nezávislost centrální banky na vládě potlačuje snahu politiků o financování rozpočtových schodků půjčkami od centrální banky, a tím nedochází k vyšší inflaci. Navíc dochází k tlumení politických cyklů. Bankéři do centrální banky jsou voleni parlamentem nebo prezidentem, nikoli vládou. Jejich funkční období je obvykle delší než funkční období vlády nebo parlamentu. Placeni nejsou ze státního rozpočtu, nýbrž z vlastních zdrojů resp. z úroků, které získává centrální banka od bank komerčních či z vládních dluhopisů. Nebezpečí nastává v případě, že špatná měnová politika nebude včas rozpoznána ani postižena (Holman, 2005). Rozlišujeme tyto druhy nezávislosti centrálních bank:

- **Institucionální nezávislost** - centrální banka nesmí při plnění svých úkolů přijímat pokyny od jiných subjektů, a to především od parlamentu či vlády.
- **Funkční nezávislost** - spočívá v autonomii centrální banky při formulování cílů a volbě nástrojů k jejich dosažení.
- **Personální nezávislosti** - minimalizace politických tlaků při jmenování a odvolávání členů bankovní rady.
- **Finanční nezávislost** - centrální banka si sama stanovuje rozpočet pro svou činnost ze svých vlastních zdrojů (Revenda, 2001).

ČNB disponuje vysokou mírou nezávislosti na politických strukturách při uskutečňování svých zákonem stanovených funkcí, a to již od svého vzniku (leden 1993). Právě nezávislost ČNB, která je právně zakotvena v Zákoně o ČNB č. 6/1993, je důležitým předpokladem účinnosti měnových nástrojů vedoucích k dosažení hlavního cíle její činnosti. V dnešní době je ČNB jednou z nejsamostatnějších centrálních bank na světě. Důkazem toho jsou její formulace cílů měnové politiky, její nástroje nebo podmínky pro poskytování úvěrů centrální bankou. To vše spadá výhradně do její kompetence (ČNB, 2020d).

Prezident ČR jmenuje, popřípadě odvolává všechny členy sedmičlenné bankovní rady včetně jejího guvernéra. Navíc možnosti odvolání člena bankovní rady jsou velice striktně omezeny, například odvolání z politických důvodů je vyloučené. Člena bankovní rady ČNB lze odvolat z funkce pouze v případě, že přestane splňovat podmínky požadované k jejímu výkonu nebo dopustil-li se vážného pochybení. To hraje velice důležitou roli v nezávislosti centrální banky, protože samostatnost v rozhodování by byla k ničemu, kdyby politická strana mohla vyměnit toho, kdo rozhoduje (ČNB, 2020d).

Viz § 9 odst. (1) zákona o ČNB: „*Česká národní banka, bankovní rada ani žádný člen bankovní rady nesmějí při výkonu pravomocí a plnění úkolů a povinností svěřených jim Smlouvou o Evropské unii, Smlouvou o fungování Evropské unie a Statutem a při výkonu dalších činností vyžadovat ani přijímat pokyny od prezidenta republiky, Parlamentu, vlády a jiných orgánů České republiky, dále od orgánů, institucí nebo jiných subjektů Evropské unie, od vlád členských států Evropské unie nebo od jakéhokoli jiného subjektu*“ (ČNB, 2020e).

2.3 Druhy monetární politiky

Cíle monetární politiky ve vyspělých tržních ekonomikách nemusejí být definovány jednotně. Odlišně určené cíle, resp. odlišně hlavní cíle vyžadují, aby také v monetární politice byly uplatňovány odlišné přístupy. Účelem je zabránit případným konfliktům mezi těmito odlišnými cíli. Pro správné zvolení přístupů měnové politiky je tedy klíčové, aby byly zvoleny cíle, jež nebudou v rozporu (Šenkýřová, 2010). Podle potřeb řešení cenové stability rozlišujeme tyto tři základní přístupy měnové politiky centrální banky:

Neutrální měnová politika udržuje dynamickou neutralitu peněz a úroková sazba se nachází na rovnovážné úrovni. Centrální banka se nesnaží o snížení inflace nebo zvyšování tempa růstu množství peněz v oběhu.

Expanzivní měnová politika spočívá ve zvyšování množství peněz v ekonomice. Cílem je podpora ekonomického růstu uvolněním měnově politických nástrojů, tzn. snížením úrokových sazeb, nebo snížením povinných minimálních rezerv, nebo prodejem domácí měny. Za pomoci transmisního mechanismu dojde ke snížení úrokových sazeb na mezibankovním trhu. To povede k poklesu úrokové sazby, za

kteřou komerční banky nabízí úvěry klientům, a díky tomu vzroste ochota vzít si úvěr. Za vypůjčené peníze se zvyšuje nákup spotřebních i investičních statků, a tím roste produkt ekonomiky a zaměstnanost. Expanzivní politika se využívá především v situaci nízkého růstu nebo poklesu produktu ekonomiky, vysoké nezaměstnanosti, vysoké tržní úrokové míry a v případě nízkých obav z vývoje inflace. V praxi zpravidla nastává kombinace těchto faktorů, které spolu úzce souvisí (Jílek, 2013).

Restriktivní měnová politika spočívá v omezování množství peněz v ekonomice s cílem zamezit růstu inflace. Je opakem expanzivní měnové politiky. Centrální banka se rozhodne přejít k restrikci v případě vysoké inflace, přehřátého hospodářství (příliš rychlý hospodářský růst, růst mezd, či růst spotřebních cen) a nízké nezaměstnanosti. Měnová restrikce probíhá buď zvýšením krátkodobé úrokové míry, nebo stahováním peněz z oběhu, nebo zvyšováním povinných minimálních rezerv. Za předpokladu fungujícího transmisního mechanismu vedou tyto kroky ke zvýšení mezibankovní úrokové sazby a následně i úrokové sazby nabízené klientům komerčních bank. Z důvodu vyšší úrokové míry jsou klienti komerčních bank zdrženlivější přijímat nové úvěry, což vede ke snížení množství peněz v ekonomice a tlaku na růst míry inflace (Jílek, 2013).

Malé otevřené ekonomiky jsou mnohem více náchylnější na vývoj zahraničního trhu na rozdíl od velkých otevřených ekonomik. Příkladem takové malé otevřené ekonomiky je i Česká republika. Dojde-li v zahraničí k tomu, že se cena konkrétního segmentu zboží zvýší, dojde nezastavitelně ke zvýšení ceny daného zboží i u nás. Nebo pokud dojde v ekonomice u jednoho z našich největších obchodních partnerů k recesi resp. expanzi, promítne se taková situace i u nás, protože obchodované zboží mezi těmito státy bude představovat určité procento spotřebního koše ČR (Jílek, 2004).

Je nutné podotknout, že každý zásah centrální banky do ekonomiky státu přináší výsledky s časovým zpožděním. Veličiny jako nezaměstnanost, tempo růstu či inflace přinášejí výsledky v řádech několika měsíců, či let. Opakem jsou finanční trhy, které reagují na změny v monetární politice velice rychle. Může tedy dojít k situaci, kdy restriktivní opatření CB začne mít vliv až ve chvíli, kdy se ekonomika po krátkodobé konjunktuře již opět dostává do fáze recese. K podobné situaci by mohlo dojít i u expanzivní měnové politiky, kdy expanzivní opatření centrální banky bude působit v době opětné konjunktury, následující po recesi (Slaný, 2003).

2.4 Nástroje monetární politiky

Nástroje monetární politiky v tržní ekonomice se nacházejí na začátku celého procesu provádění této politiky. Centrální banky uplatňují řadu nástrojů v oblasti měnové politiky, které slouží k prosazování měnových a politických cílů. Nástroje měnové politiky členíme podle jejich charakteru na nepřímé (tržní) a přímé (administrativní) nástroje. Některé nástroje se nachází na pomezí přímých a nepřímých.

Nepřímé nástroje měnové politiky se vyznačují plošným působením na celý bankovní systém. Banky na ně mohou, ale nemusí reagovat. Nezasahují tedy do samostatnosti rozhodování, pouze vymezují základní rámec pro podnikání obchodních a jiných bank. Jejich nepřímé působení znamená pro měnovou politiku, že jsou méně účinné, nicméně banky jsou ochotny je akceptovat. Někdy jsou označovány jako tržní nástroje, a to z důvodu, že se používají v tržních ekonomikách, kdy se centrální banky snaží ovlivnit chování trhu jako celku, nikoliv pouze konkrétních bank.

Naopak **přímé nástroje** přímo ovlivňují rozhodování obchodních a dalších bank, a tím omezují jejich podnikatelskou samostatnost. Banky se brání jejich používání, a je-li to možné, pokoušejí se je různě obcházet. Jejich používání je v tržních ekonomikách vzácné, i přestože jsou účinnější než nepřímé nástroje. Používají se především v případě selhání nástrojů nepřímých (Revenda, 2001). Rozdělení přímých a nepřímých nástrojů nalezneme v tabulce níže.

Tab. 1: Nástroje monetární politiky

Nepřímé	Přímé i nepřímé	Přímé
Operace na volném trhu	Povinné minimální rezervy	Pravidla likvidity
Diskontní nástroje	Doporučení, výzvy a dohody	Limity úvěrů bank
Kurzové intervence	-	Limity úrokových sazeb
-	-	Povinné vklady

Zdroj: Revenda, Z. (2001), vlastní zpracování

2.4.1 Operace na volném trhu

Uvedli jsme si, že nepřímé nástroje jsou oproti přímým nástrojům méně účinné. Operace na volném trhu jsou ale výjimkou. Tyto nástroje patří v ekonomice při regulaci měnové báze, a také při ovlivňování krátkodobé úrokové míry, mezi ty neúčinnější a nejužívanější. Spočívají v nákupu nebo prodeji cenných papírů centrální bankou v domácí měně na mezibankovním trhu (resp. druhou stranu obchodu tvoří vždy obchodní nebo jiná banka). Hlavním cílem je regulace měnové báze nebo krátkodobé úrokové míry (Pavelka, 2007).

Centrální banka nejčastěji obchoduje s cennými papíry emitovanými buď státem nebo samotnou centrální bankou (vlastní cenné papíry). Hlavním důvodem je jejich bezrizikovitost. To znamená, že nehrozí úpadek emitentů. Nákup nebo prodej těchto cenných papírů probíhá výhradně na mezibankovním trhu. Operace se státními cennými papíry představují pro centrální banku minimální náklady. Úrokové náklady totiž hradí vždy emitent, v tomto případě stát. U vlastních cenných papírů platí úrokové náklady centrální banka, tudíž jí vznikají i vyšší náklady. Z toho vyplývá, že pro centrální banku jsou výhodnější státní cenné papíry. V praxi vlastní cenné papíry emituje jen v případě, že je na trhu těch státních nedostatek (Revenda, 2001).

Podle zákona § 32 zákona o ČNB: „*Česká národní banka může k usměrnění peněžního trhu kupovat a prodávat cenné papíry, pokud tento zákon nestanoví jinak*“ (ČNB, 2020e, s. 10). Nicméně je zakázána monetizace státního dluhu, jinými slovy krytí státního dluhu emisí nových peněz. Proto nesmí centrální banky nakupovat státní dluhopisy přímo od státu (v primární emisi), nicméně je může nakupovat od obchodních bank (Revenda, 2001). Z hlediska působení na měnovou bázi rozlišujeme tři druhy operací na volném trhu:

Přímé operace jsou založené na nákupu a prodeji státních cenných papírů centrální bankou. Jedná se o jednosměrnou operaci s trvalým dopadem na měnovou bázi. Pro přímé operace nelze použít vlastní cenné papíry (emitované centrální bankou), a to z toho důvodu, že by je centrální banka musela v budoucnu nakoupit zpět.

Repo operace jsou tvořeny dvěma opačnými transakcemi stejného cenného papíru. Rozlišujeme prosté a reverzní repo operace. U prostých repo operací centrální banka prodá cenné papíry, které později zpětně nakoupí. Výnos pro protistranu (věřitelskou komerční banku) odpovídá výši tzv. repo sazby. Dochází tedy k tomu, že se

měnová báze dočasně sníží a později (při zpětném nákupu) se vrací na původní úroveň. Pomocí prostých repo operací centrální banka stahuje z trhu likviditu. U reverzních repo operací centrální banka nakoupí cenné papíry, které později prodá (jedná se tedy o opačný postup). Měnová báze se dočasně zvýší a zvyšuje se i likvidita na trhu. Repo operace jsou v praxi nejpoužívanějším druhem operací na volném trhu (Šenkýřová, 2010).

Cílem repo operací je, kromě nastavení úrokové míry na požadovanou úroveň, také snaha udržovat v oběhu přesně takové množství peněz, jaké vyžaduje finanční systém a ekonomika. Z historických důvodů je v české ekonomice spíše přebytek likvidity, kterou se ČNB snaží snižovat prostřednictvím repo operací. Objem likvidity, kterou ČNB stahuje z ekonomiky se řádově pohybuje ve stovkách miliard korun. Příkladem může být období před Vánoci, kdy je likvidita výrazně nižší než v jiném období roku. Důvodem jsou vánoční nákupy, při kterých roste poptávka po hotovosti, a banky tak vybírají své vklady u ČNB (ČNB, 2020f).

Switch operace se zakládají na výměně cenných papírů za stejné cenné papíry ve stejném objemu, ale s jinou lhůtou splatnosti. Tyto operace nemají přímý vliv na měnovou bázi, pouze se mění časová struktura aktiv centrální banky. V praxi jsou zřídka používány (Šenkýřová, 2010).

Pomocí operací na volném trhu lze dosáhnout regulace měnové báze, regulace krátkodobé úrokové míry nebo ovlivnění měnového kurzu. **Nákupem cenných papírů centrální banka zvyšuje měnovou bázi. Prodejem cenných papírů centrální banka měnovou bázi snižuje.** Na druhu cenných papírů nezáleží, princip je pořád stejný.

Regulace krátkodobé úrokové míry lze dosáhnout pomocí regulace likvidity bank. Nákupem cenných papírů centrální banka zvyšuje likviditu bank a naopak jejich prodejem se likvidita bank snižuje. Vyšší likvidita bank znamená tlak na pokles úrokových sazeb v ekonomice, tedy **nákupem cenných papírů centrální banka tlačí na pokles krátkodobé úrokové míry.** Naopak **prodejem cenných papírů centrální banka tlačí na růst krátkodobé úrokové míry.**

Operace na volném trhu mohou mít dopad i na měnový kurz. Nákup cenných papírů zvyšuje měnovou bázi, což může vést k tlakům na znehodnocení domácí měny a naopak. Na měnový kurz mohou také působit případné změny krátkodobé úrokové míry. Růst úrokové míry přiláká zahraniční investory, kteří více poptávají domácí měnu

na devizovém trhu. Růst poptávky po domácí měně má za následek růst kurzu. Operace na volném trhu se těší veliké oblíbenosti především kvůli jejich vysoké operativnosti. Centrální banka může prakticky kdykoliv nakupovat nebo prodávat cenné papíry, a ke změně likvidity obchodních a dalších bank dochází okamžitě (Revenda, 2001).

2.4.2 Diskontní nástroje

Mezi diskontní nástroje se řadí úrokové sazby a jiné podmínky úvěrů poskytovaných centrální bankou domácím bankám v domácí měně. Centrální banka může nepřímou ovlivňovat poptávku po těchto úvěrech, čehož docílí stanovením výše jejich úrokových sazeb. Jsou zaměřené na regulaci operativních kritérií v měnovém a úvěrovém transmisním mechanismu, tedy na regulaci měnové báze a krátkodobé úrokové míry. Nelze vyloučit ani vliv na měnový kurz.

Diskontní úvěry jsou jedny z nejlevnějších úvěrových zdrojů poskytovaných domácím obchodním bankám v domácí měně za úrok v podobě diskontní sazby. Jsou nejčastěji využívaným úvěrovým nástrojem. Jedná se o krátkodobé instrumenty, jejichž lhůta splatnosti standardně nepřesahuje tři měsíce (stejně jako reeskontní a lombardní úvěry). Poskytnutím diskontního úvěru dochází k růstu rezerv bank a k růstu měnové báze, splácení úvěru má opačný efekt. (Revenda, 2001).

Dalším diskontním nástrojem jsou **reeskontní úvěry**. Ty fungují tak, že centrální banka odkoupí od domácích bank směnky. O příslušnou částku sníženou o úrok je zvýšen rezervní účet příslušné banky, který je vedený u centrální banky. V den splatnosti dlužník splácí nominální hodnotu směnky, tím také dochází k úhradě příslušných úroků. Nejčastěji je úvěr úročen diskontní sazbou, může ale být úročen i reeskontní sazbou, ta je zpravidla vyšší. Účinky na rezervy bank a na vypůjčenou měnovou bázi jsou stejné jako účinky diskontního úvěru.

Lombardní úvěr je poskytnutí úvěru centrální bankou obchodním a dalším domácím bankám prostřednictvím zástavy směnek a dalších cenných papírů. Centrální banka ho poskytuje jen do určité výše hodnoty zástavy, čímž se zabezpečuje proti možnému poklesu tržní hodnoty zástavy. Lombardní úvěr je vhodný pro banky, jež mají problémy s likviditou a nemohou získat diskontní, či reeskontní úvěr. Tento úvěr je úročen lombardní sazbou, ta je zpravidla vyšší než diskontní i reeskontní sazba, proto se jedná o relativně drahý úvěrový zdroj. Účinky na rezervy bank a na vypůjčenou měnovou bázi jsou stejné jako účinky diskontního a reeskontního úvěru (Revenda, 2001).

2.4.3 Devizové intervence

Devizové intervence spočívají v ovlivňování vztahu nabídky a poptávky na devizových trzích za účelem ovlivnění vývoje měnového kurzu domácí měny. Jejich hlavním cílem je regulace měnového kurzu domácí měny. Centrální banka nejčastěji provádí intervence přímo, tedy nákupem či prodejem zahraničních měn za domácí měnu na devizovém trhu. Takovéto operace nazýváme devizové intervence. Nákupem zahraniční měny centrální bankou roste nabídka domácí měny. Růst nabídky domácí měny má za jinak stejných okolností za následek tendenci k jejímu oslabování. Dochází k tomu, že centrální banka **intervenuje v neprospěch domácí měny**. Podobně tomu je v případě prodeje zahraniční měny centrální bankou, kdy se zvyšuje poptávka po domácí měně, která má tendenci zhodnocovat. V takovém případě centrální banka **intervenuje ve prospěch domácí měny**.

Devizové intervence mají také dopad na měnovou bázi. Jak bylo zmíněno výše, centrální banka obchoduje se zahraniční měnou na devizovém trhu, a to pouze s ostatními bankami. Nákupem zahraniční měny se zvyšují rezervy bank, tedy měnová báze. Prodejem zahraniční měny se sníží rezervy bank a měnová báze. Dopady na měnovou bázi může centrální banka neutralizovat tzv. *sterilizovat*. Toho dosáhne prostřednictvím operací na volném trhu. Při nákupu zahraniční měny (intervence v neprospěch domácí měny) bude současně prodávat cenné papíry za domácí měnu a naopak. Použitím sterilizace se snižuje účinnost intervencí ve vztahu k měnovému kurzu. Opakem jsou *nesterilizované* intervence, u nichž centrální banka ponechá úplný dopad intervencí na měnovou bázi (Revenda, 2001). Intervence ČNB z let 2013–2017 měly nesterilizovaný charakter právě z důvodu snahy regulovat českou ekonomiku.

Devizové intervence jsou závislé na režimu měnového kurzu. Mohou tak být povinné nebo dobrovolné. S mírou volnosti pohybu měnového kurzu domácí měny roste dobrovolnost kurzových intervencí. V zemích s režimem fixního měnového kurzu jsou intervence povinné, tudíž jsou mnohem častěji využívány než v zemích s floatingem. Povinně intervenovat musí centrální banka z důvodu, aby držela domácí měnu v kurzovém pásmu, ke kterému se zavázala. V zemích, kde je volný měnový kurz, jsou devizové intervence dobrovolné, ačkoliv i v těchto zemích jsou kolikrát centrální banky ke kurzovým intervencím donuceny vývojem makroekonomických veličin (zejména platební bilance). To platí zejména pro malé otevřené ekonomiky (Revenda, 2001).

ČNB funguje v režimu řízeného plovoucího kurzu od května 1997 a k devizovým intervencím se obrací jen výjimečně. Je to především z důvodu, že v režimu cílování inflace používá primárně svůj hlavní nástroj měnové politiky, kterým jsou úrokové sazby. Pro devizové intervence se rozhodne v situaci, kdy úrokové sazby centrální banky dosáhnou nulové úrovně, a zároveň ekonomický vývoj potřebuje další uvolnění měnové politiky. Tato situace nastala v listopadu 2013. Podle slov ČNB jsou právě devizové intervence pro malou otevřenou ekonomiku s přebytkem likvidity vhodným a nejúčinnějším nástrojem pro uvolnění měnové politiky.

Podle potřeb ČNB nakupuje na finančním trhu zahraniční měnu za účelem dosažení požadovaného uvolnění měnových podmínek. K tomu má k dispozici neomezené množství korun, neboť má monopolní právo k jejich emitování. Může tedy nakupovat takové množství zahraniční měny, jaké bude potřeba k oslabení domácí měny na jakoukoli požadovanou úroveň. Pokud by však ČNB chtěla posílit domácí měnu skrze devizové intervence, může tak učinit pouze omezeně, jelikož jsou její devizové rezervy omezené (cizí měnu centrální banka nemůže vytvářet). ČNB byla rozhodnuta od konce roku 2013 intervenovat v takovém objemu a tak dlouho, jak jen bude potřeba k tomu, aby zachovala vybranou úroveň měnového kurzu, předešla hrozbě deflace a postupně navrátila inflaci na zvolený 2 % cíl (ČNB, 2020g). Více o devizových intervencích ČNB v kapitolách 4 a 5.

2.4.4 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy (PMR) jsou prostředky, které všechny banky musí udržovat na svých clearingových účtech u centrální banky. Nástrojem monetární politiky je stanovení pravidel pro vytváření těchto rezerv s cílem ovlivňovat peněžní multiplikátory. Za porušení pravidel bankám hrozí sankce. V tomto případě se jedná o administrativní opatření neboli přímý nástroj. Na druhou stranu podmínky jsou pro všechny banky stejné, a to z nich dělá nepřímý nástroj (Revenda, 2001).

Celková výše PMR se odvíjí od *základny* pro jejich tvorbu a *výše sazby*. Základna je tvořena vklady od nebankovních subjektů. Sazba udává, jakou část základny je banka povinna držet na svých účtech. Nařízený objem PMR v ČR je určen na 2 % ze základny pro výpočet PMR. Tato základna je tvořena objemem hlavních závazků dané banky vzhledem k nebankovním subjektům, u nichž splatnost nepřesahuje 2 roky.

V podmínkách ČR s výrazným přebytkem likvidity slouží PMR zejména jako rezerva prostředků pro hladký průběh mezibankovního platebního styku (ČNB, 2020h).

PMR mohou plnit více funkcí. V monetární politice mohou být využity k ovlivňování měnové báze prostřednictvím změny sazeb. Růst měnové báze způsobí pokles peněžního multiplikátoru. Z toho vyplývá, že povinné minimální rezervy snižují multiplikaci vkladů v ekonomice. K tomu ovšem nemusí vždy dojít, jelikož měnová báze je tvořena nejen povinnými, ale také dobrovolnými rezervami bank. Změna sazby povinných minimálních rezerv může vést pouze ke změně struktury měnové báze, například snížení dobrovolných rezerv a zvýšení povinných rezerv. V takovém případě se výše peněžního multiplikátoru ani množství peněz v ekonomice nezmění.

Nevýhodou utváření povinných minimálních rezerv je snižování výnosnosti bank. Prostředky, které banky musejí utvářet, by mohly být investovány jinde a přinášet bance dodatečný výnos. Rezervy nejsou zpravidla úročeny, a pokud ano, tak výrazně méně, než je průměrné úročení. Je-li vysoká sazba povinných minimálních rezerv, snižuje se konkurenceschopnost bank vůči nebankovním subjektům, které nabízejí podobné produkty, a také vůči bankám ze zemí, kde je sazba nižší, nebo se vůbec nepoužívá (Revenda, 2001).

2.4.5 Přímé nástroje monetární politiky

Centrální banky mohou uplatňovat ve své měnové politice kromě nepřímých nástrojů také řadu přímých (netržních) nástrojů. Přímé nástroje se používají při nedostatečném fungování trhu. Deformují rozhodování tržních subjektů tím, že každému subjektu může být nařízeno něco jiného. Používají se především v méně vyspělých zemích s netržní ekonomikou. V rozvinutých zemích mají jen omezené uplatnění a většinou plní jiné funkce než ovlivňování operačních nebo zprostředkujících cílů (Černoorský, 2011).

Pravidla likvidity se zakládají ve stanovení závazné struktury aktiv a pasiv a závazných vztahů mezi těmito veličinami v bilancích bank. Jejich hlavním účelem je zabezpečení žádoucí úrovně likvidity bank. Jako nástroj měnové politiky mohou mít vliv na vývoj měnové báze, pohyb krátkodobé úrokové míry nebo na měnový kurz domácí měny. Zavedením nebo změnou těchto pravidel se může centrální banka snažit ovlivnit operativní nebo zprostředkující kritéria měnové politiky. Za jedno z pravidel likvidity můžeme považovat povinné minimální rezervy.

Limity úvěrů bank spočívají ve stanovení maximálního rozsahu úvěrů, které mohou banky svým klientům poskytnout. Jejich cílem je regulace úvěrových agregátů. Jedná se o jeden z neúčinnějších nástrojů měnové politiky i přesto, že přímo zasahuje do sféry rozhodování obchodních a dalších bank.

Limity úrokových sazeb stanovují maximální výši úrokových sazeb bank z úvěrů a maximální nebo minimální úrokové sazby bank z vkladů. Centrální banka je využívá k regulaci krátkodobé úrokové míry. Jejich zvýšení vede k růstu úrokových sazeb z úvěrů, tedy k růstu krátkodobé úrokové míry a naopak. Nicméně není zaručené, zda banky na změnu limitů zareagují, a pokud ano, nevíme v jakém rozsahu, proto jejich dopad je vždy tak trochu nejistý. Pokud se centrální banka rozhodne stanovit maximální limity úročení vkladů, může docházet k odlivu peněz z bank k nebankovním institucím, což může mít za následek potenciální snížení účinnosti monetární politiky. Tyto limity by také mohly vést k odlivu zahraničního kapitálu, který by měl za následek tlak na znehodnocení domácí měny. Naopak stanovením minimálních limitů úročení vkladů centrální banka nepřímo podporuje tvorbu peněžních úspor v podobě vkladů u bank.

Povinné vklady spočívají v uložení povinnosti určitým subjektům otevírat běžné účty, ukládat volné peněžní prostředky a provádět určité operace výhradně pomocí centrální banky. Účelem je získat kontrolu nad pohybem peněžních prostředků těchto subjektů. Zpravidla se tato povinnost vztahuje na centrální orgány (ministerstva), orgány veřejné správy nebo podniky ve státním vlastnictví. Pokud se centrální banka rozhodne zúžit okruh subjektů, na které se povinné vklady vztahují, případně pokud je úplně zruší, došlo by k růstu měnové báze (rezerv bank) a následně ke zvýšení úvěrových a měnových agregátů. Růst měnových agregátů by mohl vést k tlakům na znehodnocení domácí měny (Revenda, 2001).

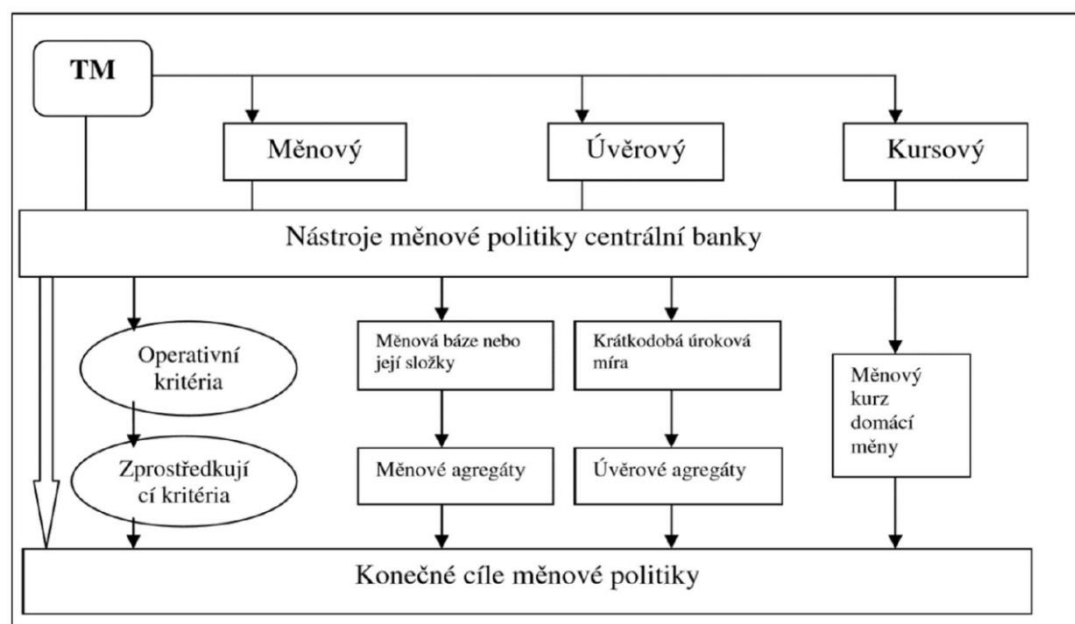
2.5 Transmisní mechanismus monetární politiky

Transmisní mechanismus (tj. převodní mechanismus) je realizace celkového procesu měnové politiky, která se vyznačuje určitou složitostí. Jedná se o způsob, jakým centrální banka působí na konečné cíle. Transmisní mechanismus začíná změnou v nastavení některého nástroje měnové politiky, který dále působí na zprostředkující cíl, a ten pak působí na konečný cíl měnové politiky. Jak je patrné z obrázku níže, centrální banka nemá na konečné cíle měnové politiky přímý vliv (například nemůže snížit inflaci tím, že přikáže obchodníkům, za jaké ceny se má spotřební zboží prodávat).

Fungování transmisního mechanismu v praxi není až tak jednoduché, protože na daná kritéria působí řada jiných ekonomických i neekonomických faktorů. Požadované fungování transmisního mechanismu je závislé na tom, jak jsou odhadnutelné vztahy mezi nástroji a jednotlivými cíli. To znamená, že pro centrální banku je klíčové vědět, zda je schopna změnou v nastavení měnových nástrojů dosáhnout operačního cíle a následně zprostředkujícího cíle. Dále je důležité, aby centrální banka věděla, jak se změna zprostředkujícího cíle projeví na cíli konečném.

V závislosti na konkrétní náplni operativních a zprostředkujících kritérií měnové politiky rozlišujeme tři základní transmisní mechanismy, a to měnový, úvěrový a kurzový. Tyto mechanismy jsou stručně popsány na Obrázku 1 (Revenda, 2001).

Obr. 1: Základní transmisní mechanismy měnové politiky v tržní ekonomice



Zdroj: Revenda, Z. (2001), vlastní zpracování

2.5.1 Měnový transmisní mechanismus

Měnový transmisní mechanismus je jedním z možných postupů při provádění měnové politiky, a spočívá v dosahování konečných cílů pomocí regulace množství peněz v ekonomice. Hlavní myšlenkou transmisního mechanismu je existence příčinné souvislosti mezi množstvím peněz v ekonomice a cenovou hladinou. Konečným cílem měnového transmisního mechanismu je boj proti inflaci, popřípadě podpora ekonomického růstu (Revenda, 2001).

Centrální banka se snaží působením na měnovou bázi nebo její složky (například celkové nebo dobrovolné rezervy) o ovlivňování zprostředkujících kritérií. Měnová báze zde vystupuje v roli operačního kritéria, na které centrální banka působí svými nástroji. Skládá se ze souhrnu hotovostního oběživa a celkových rezerv obchodních bank u centrální banky. Oběživo v oběhu představuje hotovost v držení domácností a firem, a hotovost v bankovních trezorech. Mezi bankovní rezervy patří PMR a volné rezervy na účtech centrální banky (Revenda, 2001). ČNB může zvýšit měnovou bázi např. nákupem cizích nebo vlastních cenných papírů od domácích bank v domácí měně, nákupem devizových rezerv od domácích bank za domácí měnu, nebo poskytnutím úvěru domácí bance v domácí měně (ČNB, 2020ch).

Měnové agregáty (nebo také peněžní zásoba) zde plní úlohu zprostředkujícího kritéria. Můžeme je definovat jako souhrn peněžních prostředků s určitým stupněm likvidity. Jinak řečeno, měnový agregát je množství peněz v držení veřejnosti a jednotlivé agregáty rozlišujeme podle toho, co považujeme za peníze, kde naším kritériem je likvidita (Revenda, 2001). Měnové agregáty označujeme velkým písmenem „M“ a číslicemi od M1 po M4. Náplň měnových agregátů se v různých zemích liší, a to z důvodu specifických zvláštností emise peněz, peněžního oběhu a peněžních nástrojů, tudíž se čas od času mění (Šenkýřová, 2010).

Evropský systém definuje tři druhy měnových agregátů: úzký (M1), střední (M2) a široký (M3). Česká národní banka používá stejné měnové agregáty jako se používají v eurosystému. Tyto agregáty se liší podle likvidnosti zahrnutých aktiv rezidentů ČR.

V České republice je vymezení peněžních agregátů dle ČNB následující:

- M1 – tzv. *úzké peníze*, zahrnují oběživo (bankovky a mince) a peněžní zůstatky, které lze okamžitě převést na oběživo nebo použít k bezhotovostní platbě (například jednodenní vklady).
- M2 – tzv. *střední peníze*, zahrnují peněžní agregát M1 plus vklady se splatností do dvou let a vklady s výpovědní lhůtou do tří měsíců.
- M3 – tzv. *široké peníze*, zahrnují peněžní agregát M2 plus obchodovatelné nástroje emitované sektorem měnových finančních institucí. Patří sem zejména akcie, podílové listy fondů peněžního trhu a repo operace (ČNB, 2020i)

Obr. 2: Měnové agregáty Evropské měnové unie

Pasiva	M1	M2	M3
Emitované oběživo	X	X	X
Jednodenní vklady	X	X	X
Vklady s dohodnutou splatností do 2 let		X	X
Vklady s výpovědní lhůtou do 3 měsíců		X	X
Repo operace			X
Akcie/podílové listy fondů peněžního trhu			X
Emitované dluhové cenné papíry do 2 let			X

Převzato: Česká národní banka, 2020i

Volba měnového agregátu závisí čistě na centrální bance. Klíčovým faktorem při rozhodování by měla být korelace mezi vývojem měnového agregátu a vývojem cenové hladiny. Dále pak dostupnost a spolehlivost údajů o měnovém agregátu a míra vlivu centrální banky na jeho vývoj. Česká republika za peněžní zásobu zvolila měnový agregát M3, protože nejlépe vystihuje monetární politiku ČNB. Vztah mezi operativním a zprostředkujícím kritériem je dán peněžním multiplikátorem. Ten udává o kolik jednotek se v daném období změní příslušný měnový agregát, pokud dojde ke změně měnové báze o jednotku. Jeho velikost je klíčovým parametrem pro měnový transmisní mechanismus. Zjednodušeně ho můžeme vyjádřit jako podíl změny příslušného měnového agregátu a změny měnové báze. Zda bude celý mechanismus účinný, závisí na peněžních multiplikátorech, které centrální banka většinou nedokáže ovlivnit, což nijak nepřispívá účinnosti tohoto systému. Z toho důvodů řada států raději preferuje jiné transmisní mechanismy (Revenda, 2001).

2.5.2 Úvěrový transmisní mechanismus

Dalším základním transmisním mechanismem měnové politiky je úvěrový transmisní mechanismus (neboli úvěrový kanál), ten má tři základní podoby, které se liší zprostředkujícím kritériem. Skrze úvěrový kanál ovlivňuje centrální banka pomocí makroekonomických nástrojů agregátní poptávku a inflaci, popřípadě se snaží o podporu ekonomického růstu (Revenda, 2001).

Úlohu operativního kritéria plní krátkodobá úroková míra, jejímž prostřednictvím centrální banka ovlivňuje vybrané úvěrové agregáty za účelem dosažení konečných cílů měnové politiky. Ta je závislá především na vztahu mezi nabídkou a poptávkou, centrální banka tak může její vývoj ovlivnit jen nepřímo. Možnosti, jakými centrální banka může ovlivnit vývoj krátkodobé úrokové míry, jsou operace s cennými papíry, změny úrokových sazeb z úvěrů, operace se zahraničními měnami, dopady minimálních povinných rezerv atd.

Funkci zprostředkujícího kritéria úvěrového transmisního mechanismu plní úvěrové agregáty, dlouhodobá úroková míra či úvěrové zdroje bank. Podobně jako v případě měnového transmisního mechanismu, i zde se centrální banka musí rozhodnout jaký zprostředkující cíl zvolí. Opět se rozhoduje na základě stupně korelace mezi vývojem měnového agregátu a vývojem cenové hladiny. Dále pak na základě dostupnosti a spolehlivosti údajů o měnovém agregátu a míry vlivu centrální banky na jeho vývoj.

Vztah mezi operačním a zprostředkujícím cílem byl rozebrán v kapitole o expanzivní a restriktivní měnové politice. Snížení krátkodobé úrokové míry centrální bankou dovoluje komerčním bankám poskytovat svým klientům úvěry za nižší úrok a vzroste tak počet poskytnutých úvěrů. Dochází ke stimulaci agregátní poptávky a růstu HDP (Revenda, 2001).

Při zvýšení úrokových sazeb ČNB dochází prostřednictvím úvěrového kanálu k růstu výše splátek úvěrů, a spolu s tím roste i riziko nesplácení úvěrů. Podniky i domácnosti se tak dostávají do situace, kdy jim rostou náklady na obsluhu dluhů a dochází k jejich úpadku. Hodnocení rizikovosti klientů ze stran bank se zpřísňuje a zvyšují se i rizikové přírážky. Tím klesá dostupnost nově poskytovaných úvěrů. Výsledkem je další snížení spotřeby, investic, výroby, růstu mezd a následně inflace (ČNB, 2020ch).

2.5.3 Kurzový transmisní mechanismus

Kurzový kanál je založen na dosahování konečných cílů monetární politiky pomocí cílení měnového kurzu. To znamená, že centrální banka se zavazuje udržovat předem stanovený směnný kurz domácí měny vůči vybrané zahraniční měně. Hlavním důvodem udržování stanoveného směnného kurzu je dosažení nízké inflace pomocí nízké inflace v té zemi, k jejíž měně je zafixován měnový kurz domácí měny. V takovém případě hovoříme o tzv. *kotevní zemi* a o *dovážení inflace z kotevní země* (Samuelson, 2013).

Nominální měnový kurz, jež plní operativní i zprostředkující kritérium, je cena zahraniční měny vyjádřená v domácí měně. Udává se jako podíl domácí měny ku měně zahraniční. Vzniká na domácím devizovém trhu, střetnutím nabídky a poptávky po jednotlivých měnách, tudíž není určen centrální bankou. Z toho důvodu, mluvíme-li o udržování kurzu centrální bankou, máme na mysli provádění takových opatření, které vedou ke zvýšení či snížení nabídky nebo poptávky po domácí měně. Centrální banka má v zásadě dvě možnosti, jak ovlivnit nabídku nebo poptávku po domácí měně, a to buď *přímo* pomocí devizových intervencí, nebo *nepřímo* pomocí krátkodobé úrokové míry (Revenda, 2001).

ČNB se např. rozhodne zvýšit domácí tržní úrokové sazby, čímž podpoří poptávku po investicích do korunových aktiv, protože jejich výnos je vyšší oproti aktivům v cizích měnách. Růst poptávky po investicích do korunových aktiv zvýší nákup domácí měny, a tím dojde k posílení nominálního měnového kurzu koruny. Je-li zvýšení sazeb neočekávané, tak dochází z pravidla okamžitě k posílení měnového kurzu. S malým zpožděním vede silnější kurz koruny ke snížení cen dováženého spotřebního zboží, které se později projeví v poklesu (resp. nižším růstu) spotřebitelských cen. V důsledku vyšší ceny domácí produkce oproti té zahraniční dojde s trochu větším zpožděním k poklesu zahraniční i domácí poptávky po domácí produkci. To bude mít za následek snížení konkurenceschopnosti a výroby. Nižší výroba způsobí vyšší nezaměstnanost a menší růst mezd, a tím vzniká dodatečný tlak na pokles inflace (ČNB, 2020ch).

Kurzový kanál je velice významným transmisním mechanismem v České republice, jakožto velmi otevřené ekonomice. I když se změna úrokových sazeb projevuje v ekonomice prostřednictvím různých kanálů, všechny nakonec vedou ke stejnému cíli, a tím je pohyb inflace požadovaným směrem. Restriktivní politika centrální banky, neboli zvýšení sazeb, vede k výše popsaným dopadům do ekonomiky. Opakem je expanzivní politika, neboli snížení sazeb, které způsobí rychlejší ekonomický růst a inflaci (ČNB, 2020ch).

Kurzový kanál je spojený s fixním měnovým kurzem, jež má pevně daný ústřední kurz na rozdíl od tzv. floatingu, kde ústřední měnový kurz nastaven není. Dílčí režimy fixních kurzů se od sebe liší podle vyhlášených pásem pro vývoj jmenovitého měnového kurzu, tzv. pásem oscilace. Jedná se o pásmo, které je ohraničené spodním a horním limitem při jehož překročení zasahuje zpravidla centrální banka. V daném pásmu měnový kurz volně kolísá na základě nabídky a poptávky. Klíčovým faktorem

kurzového transmisního mechanismu je systém měnového kurzu v dané zemi. Podle kritérií směnitelnosti, stanovení pásem fluktuace a zásahů do pohybu měnového kurzu centrální bankou se člení systémy měnového kurzu na limitované, nelimitované a administrativně stanovené.

Limitované kurzy tvoří nástroj, jehož cílem je omezení volatility kurzu dané měny v zájmu ekonomické stability. V dnešní době se využívají kurzy se stanovenými tj. umělými limity fluktuace, kdy je vymezena základní úroveň kurzu neboli centrální parita. Tu obvykle stanoví centrální banka. Centrální banka poté intervenuje v případě, že hrozí překročení stanovených limitů. Devizové intervence se provádí nákupem, resp. prodejem zahraničních měn za měnu domácí na domácím devizovém trhu. Rozsah a četnost intervencí závisí na nastavení šířky fluktuačního pásma. Platí tedy, že čím užší daná pásma jsou, tím čtenější budou intervence.

Nelimitované měnové kurzy neboli floating, představují měnové kurzy bez stanovených pásem oscilace. Rozlišujeme dva základní druhy floatingu. Jedním je řízený floating, jež je charakteristický stanovením hodnoty měnového kurzu, který se snaží centrální banka dodržet. V případě, kdy se měnový kurz oddálí, začne centrální banka intervenovat. Druhým typem je volný floating. V tomto systému centrální banky nenasahují do vývoje měnového kurzu.

Administrativně stanovený měnový kurz se používá v centrálně plánované ekonomice. Funguje tak, že měnová autorita dané země stanoví tzv. oficiální kurz, který je neměnný. Avšak i v těchto ekonomikách kurzy národních měn podléhají výkyvům s ohledem na vývoj v platební bilanci. V takovém případě kurzová nepružnost vede k tomu, že se oficiální kurzy neustále více odchylují od reality, proto jsou nutné úpravy uvnitř ekonomiky (Revenda, 2001).

3 Vývoj ekonomiky před spuštěním devizových intervencí

Pro lepší pochopení toho, proč se ČNB rozhodla využít devizové intervence jako měnový nástroj je potřeba nastínit vývoj a dopady světové a evropské ekonomické situace před jejich zavedením. Nejpodstatnější jsou ty události, které ovlivnily evropskou a českou ekonomiku a následně vedly k rozhodnutí ČNB použít devizové intervence. Jedna z událostí, která nejvíce ovlivnila světovou ekonomiku té doby, byla velká finanční krize, která započala v USA v roce 2008 a s ní spojená velká recese, která trvala až do roku 2015.

3.1 Ekonomická krize z roku 2008

Globální finanční krize započala v USA v září 2008, kdy vláda USA vyhlásila insolvenční dozor nad hypotečními agenturami Fannie Mae a Freddie Mac, které poskytovaly podřadné hypotéky (poskytování těchto hypoték bylo jedním z hlavních důvodů, který vedl ke vzniku krize). Několik dní na to došlo k bankrotu největší investiční banky Lehman Brothers a poté nastal pád několika dalších finančních institucí. Následovalo zhroucení americké pojišťovny AIG, což způsobilo rychlý propad cen cenných papírů, jež byly u ní pojištěné, a které z velké části vlastnily evropské banky. Rostoucí nedůvěra mezi jednotlivými bankami přivedla značný počet amerických a evropských bank na pokraj bankrotu a hrozil pád celého bankovního systému.

Sama krize měla však původ mnohem dál v historii. Jak bylo již zmíněno, jedním z hlavních důvodů vzniku krize bylo rozhodnutí americké administrativy více zpřístupnit hypotéky méně movitým Američanům (tzv. podřadné hypotéky). Dalším důvodem bylo zavedení nízkých úrokových sazeb, které lákaly více zájemců o úvěr. V neposlední řadě to byly inovace, se kterými přicházely finanční instituce, jež je později stály samotnou existenci (hypoteční zástavní listy, úvěrové deriváty apod.). Všechny výše zmíněné kroky vedly k pozdějším problémům s nesplácením hypoték, které začaly již v roce 2006 a vedly k pozdějším krachům finančních institucí (Stroukal, 2019).

Banky, jež si samy půjčovaly peníze, začaly krachovat, protože nemovitosti, které se jim vracely, musely prodat pod cenou, a tím přicházely o kapitál. Stavební firmy omezovaly výstavby nových domů, musely propouštět zaměstnance a samy krachovaly, neboť se financovaly z úvěrů. Státní výdaje rostly, protože rostl i počet nezaměstnaných. Krize, která započala v USA se začala pomalu přelévat do Evropy a celého světa, protože aktiva amerických bank jsou v držení bank a investorů z celého světa.

Snaha Evropské centrální banky zvrátit tuto situaci tím, že bude do ekonomiky pumpovat krátkodobé úvěry, byla marná, jelikož tyto kroky měly pouze krátkodobý účinek. Volná pravidla poskytování hypotečních úvěrů přivedla hypoteční banky na pokraj bankrotu. Následovaly další rekordní bankroty a znárodnování finančních institucí nejen v USA, ale i v dalších zemích. Krize se tak začala přelévat do ekonomik jiných států, většina z nichž zaznamenala propady hospodářského růstu a zaměstnanosti. Některé země se dokonce ocitly na pokraji bankrotu a musely žádat o pomocné úvěry. Ostatní státy na krizi reagovaly záchrannými plány v řádech stovek miliard dolarů např. zvýšením záruk na bankovní vklady. Krize se projevila ve většině hospodářských odvětvích, silný dopad měla především na automobilový a letecký průmysl, stavebnictví a cestovní ruch.

ECB musela tedy použít jinou strategii, jak zabránit kolapsu bankovních systémů. Podobně jako Federální rezervní systém USA (FED) se ECB rozhodla pro strategii tzv. „kvantitativního uvolňování“, kterou centrální banky využívají v situacích, kdy selhávají jiné mechanismy vedoucí k růstu inflace. Tato strategie spočívá v „nalévání“ peněz do ekonomik jednotlivých států EU skrze nákupy cenných papírů od bank a finančních institucí. Cílem ECB pomocí této strategie byla podpora ekonomik států EU (poklesem dlouhodobých úrokových sazeb vyvolaných strategií kvantitativního uvolňování), předejít hrozbě deflace a snížit úvěrové aktivity bank (Janáčková, 2015).

3.2 Ekonomický vývoj v ČR

Zpočátku krize se mohlo zdát, že problémy s nesplácenými hypotékami v USA se Evropy netýkají. Později se však ukázalo, že problémem nejsou pouze špatné hypotéky, skutečný problém byl v celkovém vysokém zadlužení, které podpořily inovativní finanční instrumenty, jež náhle ztratily na hodnotě. Česká republika sice podobné problémy neměla, ale jako malá otevřená ekonomika byla ovlivněna rapidním poklesem

zahraniční poptávky (což omezilo export) a ekonomické nedůvěry firem a domácností. To mělo značný vliv na pokles zaměstnanosti a růst státních výdajů.

ČNB reagovala na krizi uvolněním měnové politiky a přistoupila k postupnému snižování úrokových sazeb od srpna 2008. Nicméně uvolnění měnové politiky a oslabení měnového kurzu nedokázali zabránit propadu ekonomické aktivity a nárůstu nezaměstnanosti v následujícím roce. Pouze napomohli pomalému zlepšování této situace v dalších letech. Výhodou české ekonomiky se ukázal být plovoucí kurz koruny, který v reakci na příchod krize oslabil, čímž napomohl ekonomice se lépe vypořádat s poklesem poptávky a klesajícími cenami.

Podobně jako většina zemí Evropské unie, se i ČR potýkala po hospodářské krizi s řadou problémů. Mezi ty hlavní problémy řadíme přetrvávající ekonomickou stagnaci, růst nezaměstnanosti a pokles inflace. Navíc se musela ČR spolehnout výhradně na monetární politiku ČNB, jelikož není členem eurozóny. ČNB se rozhodla čelit deflační hrozbě jiným způsobem než ECB, která se rozhodla pro snížení úrokové sazby do záporných hodnot.

Na podzim 2012 se ČNB rozhodla snížit měnově-politické úrokové sazby až k tzv. technické nule. Nicméně se ukázalo, že je potřeba dalšího uvolnění měnové politiky, jinak hrozilo, že se česká ekonomika dostane do dlouhodobé deflace. Z tohoto důvodu se ČNB na podzim 2013 na doporučení Mezinárodního měnového fondu rozhodla pro alternativní nástroj boje proti očekávané inflaci, kterým je oslabení kurzu koruny pomocí devizových intervencí (ČNB, 2018a).

Své rozhodnutí ČNB vysvětlila na jejích webových stránkách takto: *„Cíl použití kurzu jako dalšího měnově-politického nástroje – a tedy použití devizových intervencí k oslabení koruny – byl stejný jako u úrokových sazeb. To znamená v souladu se zákonným mandátem ČNB udržet cenovou stabilitu v české ekonomice, která je vyjádřena plněním inflačního cíle ČNB ve výši 2 %. Jinými slovy, šlo o snahu předejít deflaci, zajistit plnění 2 % cíle udržitelným způsobem a urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět začít používat svůj standardní nástroj, tj. úrokové sazby. Použití devizových intervencí jako vhodného nástroje proti deflačním rizikům doporučila ČR v roce 2013 i hodnotící komise Mezinárodního měnového fondu“* (ČNB, 2015a).

Ve Výroční zprávě ČNB z roku 2013 se tehdejší guvernér ČNB Miroslav Singer vyjádřil ke stavu české ekonomiky následovně: *„V průběhu celého roku 2013 jsme byli*

svědky soustavného posilování dezinflačních tlaků pramenících z vnějšího prostředí i z domácí ekonomiky. To vyvolávalo rostoucí potřebu dalšího uvolnění měnových podmínek, a to tím spíše, že slovní intervence proti koruně postupně ztrácely na účinnosti. Prohlubující se dezinflační tendence, které zvyšovaly riziko stále většího podstřelování našeho inflačního cíle, dokonce koncem roku vyústily v nebezpečí vzniku deflace. K deflačním faktorům patřila mimo jiné nejhlubší mezera výstupu od začátku krize, nejnižší růst mezd v soukromých firmách v historii, setrvalý růst nezaměstnanosti, odkládání spotřeby domácností a investic firem, historicky nejnižší hodnoty inflačních očekávání a výrazné snížení cen elektřiny od ledna 2014“ (ČNB, 2014a, s. 10).

V srpnu roku 2013 Mezinárodní měnový fond vydal na základě konzultace s ČNB tiskovou zprávu, v níž shrnul doporučení ohledně devizových intervencí: *„Pokud bude očekáváno dlouhodobější a výrazné podstřelení inflačního cíle, měly by být využity další nástroje. Devizové intervence by byly účinným a přiměřeným nástrojem pro řešení deflačních rizik v kontextu cílování inflace. Očekává se, že rychle zvýší cenovou hladinu a pomohou zvýšit inflační očekávání směrem k cíli. Pokud jde o operační aspekty případných devizových intervencí, je třeba věnovat náležitou pozornost transparentnosti. To by umožnilo trhu vytvářet očekávání v souladu s inflačním cílem ČNB“ (ČNB, 2013a).*

Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD) vydala v roce 2013 následující prohlášení k devizovým intervencím ČNB: *„Nízké poptávkové tlaky a zpomalující ceny potravin v krátkodobém horizontu tlumí inflační tlaky. Vzhledem k úrokovým sazbám na technické nule a přebytkové likviditě v bankovním sektoru zahájila Česká národní banka devizové intervence, aby předešla dlouhodobému podstřelení inflačního cíle. Devizové intervence by měly pokračovat, dokud inflace nevzroste zpět do tolerančního pásma kolem inflačního cíle a neobnoví se účinnost konvenčních nástrojů měnové politiky“ (ČNB, 2013a).*

3.2.1 Vývoj inflace

Inflace je jedním z nejdůležitějších makroekonomických ukazatelů, které jsou v ekonomice sledovány. Navíc ČNB pomocí devizových intervencí chtěla ovlivnit především míru inflace, protože hrozilo nebezpečí deflace. Z těchto důvodů je míra inflace klíčovým ukazatelem ke zkoumání dopadů devizového intervenování ČNB.

Podle Revendy (2001, s. 350) je inflace „*dlouhodobější nepřetržitý růst cenové hladiny spojený s nadměrnou emisí peněz, který vede k poklesu kupní síly peněz*“.

Cílování inflace

Měnová politika centrální banky je prováděna v rámci některého měnově-politického režimu, pomocí něhož ČNB plní svůj primární úkol, tedy zajistit a pečovat o cenovou stabilitu. Mezi základní režimy měnové politiky patří režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu a cílování inflace.

Cílování inflace znamená, že centrální banka s určitým předstihem veřejně vyhlásí inflační cíl o jehož dosažení bude usilovat. ČNB přešla od roku 1998 na režim cílování inflace. Mezi významné rysy tohoto režimu patří střednědobá délka strategie, využívání prognózy inflace a veřejné explicitní vyhlášení inflačního cíle či posloupnosti cílů. Podstatné je stanovit inflační cíl, který bude dostatečně vysoko nad nulou, aby se co nejvíce omezila hrozba deflace. Z toho důvodu je doporučená vhodná míra inflace v rozvinutých zemích mezi 1–3 %. Tento interval je chápán jako cenová stabilita. Pokud dojde k „podstřelení“ či „přestřelení“ inflačního cíle, třeba i mimo toleranční pásmo, tak se centrální banka snaží o návrat na cílovanou úroveň během nadcházejících období.

Bankovní rada ČNB při svém měnově-politickém rozhodování zkoumá nejnovější prognózu ČNB a vyhodnocuje možná rizika, která by vedla k nenaplnění této prognózy. Na základě toho pak Bankovní rada rozhoduje o tom, zda a jak by se mělo změnit nastavení měnově-politických nástrojů, čímž se snaží vyvažovat excesivní inflační, resp. deflacionární tlaky, které vychylují budoucí inflaci mimo inflační cíl, resp. toleranční pásmo kolem tohoto cíle. Toho dosáhne např. zvýšením repo sazby, čímž dojde k oslabení agregátní poptávky skrze transmisní mechanismus. Výsledkem pak je oslabení cenového růstu. Opačný efekt na inflaci má snížení repo sazeb. (ČNB, 2020j).

Deflace

Deflace je proces dlouhodobého poklesu cenové hladiny a je pravým opakem inflace. Míru deflace můžeme měřit stejně jako míru inflace pomocí indexu spotřebitelských cen, deflátoru HDP nebo indexu cen výrobců. Poradce guvernéra ČNB Vít Bárta deflaci popisuje následovně: „*Deflací se rozumí všeobecný a dlouhodobý pokles cen, doprovázený obvykle poklesem ekonomického růstu, vysokou nezaměstnaností, poklesem reálných a nominálních mezd, vážnými problémy bank a firem a všeobecnou*

nejistotou. Nejedná se tedy o zápornou inflaci způsobenou vývojem jen v některých cenových segmentech, ani o jednorázový či krátkodobý pokles cenové hladiny“ (ČNB, 2003).

Aby mohly ceny dlouhodobě poklesnout, musí v ekonomice dojít ke vzniku tzv. cenové bubliny některých aktiv. Tím se rozumí trhem vyhnané ceny především akcií, nemovitostí a jiných aktiv. Zákonitě musí tato bublina časem prasknout, protože dané ceny jsou nereálné a vycházejí pouze z přehnaných očekávání investorů. Právě cenová bublina byla příčinou finanční krize v roce 2008 (Černohorský a Teplý, 2011).

Jakmile nastane deflace, tak dochází k poklesu cen zboží a služeb, protože zájemců o koupi je málo, a je tedy třeba přilákat je slevami. Z krátkodobého hlediska může deflace působit pozitivně, protože levnější zboží a služby zvýší poptávku domácností i firem. Zvýší se i výroba a začnou vznikat nová pracovní místa.

Nicméně z dlouhodobého hlediska začnou spotřebitelé vyčkávat až ceny ještě více poklesnou (zejména u dražších a dlouhodobějších statků), a zvyšují tak svou míru úspor. Ty však jsou díky dlouhodobě trvající deflaci nižší, než kdyby ekonomika nebyla deflací postižena. I přesto, že ceny dále klesají, tak se zboží neprodává, protože lidé buď nemají peníze, nebo je odmítají za zboží utrácet. Dalším faktorem je snižování mezd a propouštění, jelikož podniky musejí snížit své náklady kvůli klesající poptávce a nižším příjmům. Splátky dluhů, jejichž nominální hodnota není poklesem cen dotčena, se s poklesem příjmů firem i domácností stávají tíživějšími a do problémů s finanční stabilitou se nakonec mohou dostat i banky, které úvěry poskytly. Výsledkem je zhoršení hospodářské situace celé ekonomiky, která se projevuje poklesem agregátní poptávky a produktu a růstem nezaměstnanosti. Tento stav se nazývá deflační spirála, která je negativním projevem deflace a vede ke stále většímu ekonomickému poklesu (IVK, 2015).

Analýza vývoje inflace před devizovými intervencemi

V ČR měří inflaci Český statistický úřad, který výsledky pravidelně zveřejňuje na svých internetových stránkách. K měření využívá čtyři různé metodiky, které definuje takto:

- 1) *Míra inflace vyjádřená pomocí **přírůstku průměrného ročního indexu spotřebitelských cen (PPRI)** vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za posledních 12 měsíců oproti průměru 12 předchozích měsíců.*

- 2) *Míra inflace vyjádřená pomocí přírůstku indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku (PISC) vyjadřuje procentní změnu cenové hladiny ve vykazovaném měsíci daného roku oproti stejnému měsíci předchozího roku. Dosažená cenová úroveň vylučuje sezónní vlivy tím, že se porovnávají vždy stejné měsíce.*
- 3) *Míra inflace vyjádřená pomocí přírůstku indexu spotřebitelských cen k předchozímu měsíci vyjadřuje procentní změnu cenové hladiny sledovaného měsíce oproti předchozímu měsíci.*
- 4) *Bazické indexy vyjadřují míru inflace pomocí přírůstku indexu spotřebitelských cen k základnímu období (průměr roku „x“ = 100) vyjadřuje změnu cenové hladiny sledovaného měsíce příslušného roku oproti průměru roku „x“ (ČSÚ, 2020a).*

I přesto, že ČSÚ nabízí více metodik k měření míry inflace, pro analýzu vývoje inflace před devizovými intervencemi postačí pouze jedna z nich. Z tohoto důvodu byla vybrána ta nejpoužívanější metoda, tedy PPRI. V kapitole o analýze vývoje inflace během devizových intervencí už budou zohledněny a porovnány dvě nejpoužívanější metody, a to metoda PPRI a metoda PISC. Důvodem jsou značné odchylky mezi nimi v období během devizových intervencí, které v období před devizovými intervencemi nebyly. V tabulce níže je zachycen měsíční vývoj inflace od roku 2008, tedy od počátku finanční krize, do roku 2013, kdy se ČNB rozhodla pro devizové intervence.

Tab. 2: Vývoj inflace v ČR leden 2008–prosinec 2013 podle metodiky PPRI

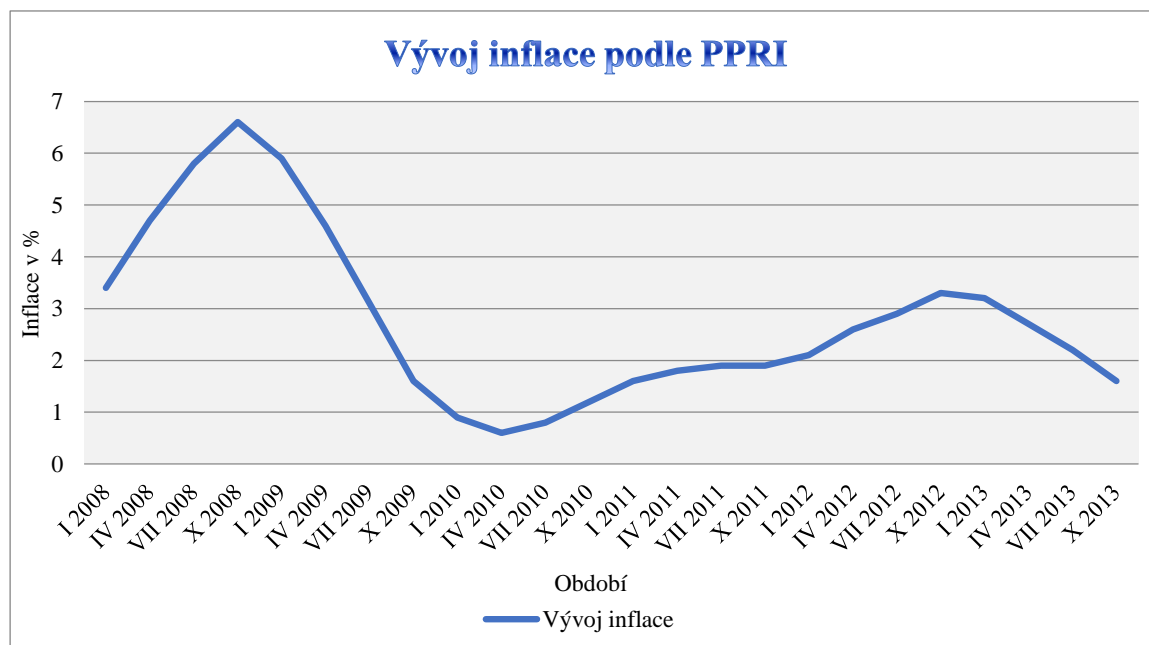
Rok	Měsíc											
	I.	II.	III.	IV.	V.	VI.	VII.	VIII.	IX.	X.	XI.	XII.
2008	3,4	3,9	4,3	4,7	5,0	5,4	5,8	6,1	6,4	6,6	6,5	6,3
2009	5,9	5,4	5,0	4,6	4,1	3,7	3,1	2,6	2,1	1,6	1,3	1,0
2010	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	1,1	1,2	1,4	1,5
2011	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	1,8	1,9	1,9	1,9
2012	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3
2013	3,2	3,0	2,8	2,7	2,5	2,3	2,2	2,0	1,8	1,6	1,5	1,4

Zdroj: Český statistický úřad, 2020a, vlastní zpracování

Pokud se v Tabulce 2 podíváme na rok 2013, uvidíme pravidelný pokles míry inflace od začátku roku. V lednu 2013 se míra inflace nacházela na 3,2 % a v prosinci téhož roku klesla na 1,4 %. Srovnání mezi lednem a listopadem činí rozdíl 1,7 %. Z výše uvedených dat a pravidelného poklesu míry inflace jsou zřejmé dezinflační tlaky v roce 2013. Do roku 2009 byl nastaven inflační cíl 3 % a toleranční pásmo bylo 1 procentní bod oběma směry. Porovnáme-li tuto skutečnost s daty v tabulce, zjistíme, že se míru inflace ve většině měsíců roků 2008 a 2009 nedařilo držet ani v tolerančním pásmu. Z toho důvodu byl v roce 2010 inflační cíl snížen na 2 %, toleranční pásmo zůstalo stejné, tedy 1 procentní bod oběma směry (ČNB, 2020j).

V první polovině roku 2010 se inflace držela pod spodní hranici tolerančního pásma, ve druhé polovině už se dokázala dostat do tolerančního pásma a v něm se udržela až do poloviny roku 2012. Ve druhé polovině roku 2012 míra inflace stoupala až přesáhla horní hranici tolerančního pásma. Na začátku roku 2013, jak již bylo zmíněno, začala inflace opět klesat, což byl jeden z hlavních důvodů vedoucích k přechodu od režimu cílování inflace k režimu cílování měnového kurzu.

Graf 1: Vývoj inflace od ledna 2008 do října 2013



Zdroj: Český statistický úřad, 2020a, vlastní zpracování

Na Grafu 1 je zobrazen vývoj inflace ve vybraných měsících let 2008–2013. Na první pohled je z grafu viditelné střídání inflačního a deflačního stádia. Výrazná rostoucí tendence je vidět v roce 2008, znatelně menší je pak od druhé poloviny roku 2010 do konce roku 2012. Naproti tomu deflace probíhala od konce roku 2008 do první poloviny roku 2010. Druhá již zmíněná deflační vlna nastoupila na začátku roku 2013. Tato situace připomíná svým vývojem a trváním hospodářský cyklus, kde se střídá růst a recese. Je nutné ještě podotknout, že deflační tlaky v letech 2008 až 2010 spolu s hospodářským poklesem (v roce 2009 byl meziroční pokles HDP -4,1 %) nebyly „tlumeny“ devizovými intervencemi, narozdíl od těch v roce 2013. I přes všechny náznaky hrozby deflace v tomto období, jako byly deflační tlaky, nízká hodnota diskontních sazeb (z 1,25 % na 0,25 % srpen 2009) a meziroční pokles HDP, ČNB devizové intervence nespustila.

V závěru této kapitoly zhodnotíme na základě výše uvedených dat výrok tehdejšího guvernéra ČNB Miroslava Singera z kapitoly 3.2. Podle guvernéra docházelo v roce 2013 k neustálému zvyšování deflačních tlaků. V Tabulce 2 jsou opravdu viditelné deflační tlaky v roce 2013. Deflace mezi lednem 2013 a listopadem 2013 dosáhla hodnoty 1,7 %. Z tohoto hlediska můžeme s výrokem guvernéra souhlasit. Nicméně jak už bylo nastíněno výše, vývoj v české ekonomice v roce 2013 se nápadně podobal vývoji ekonomiky z let 2008–2010, kdy ekonomika také zažívala silné deflační tlaky. Mezi lednem 2009 a lednem 2010 se míra deflace nacházela dokonce na hodnotě 5 %, i přesto se ČNB neobrátila k devizovému intervenování. Otázkou zůstává, proč se ČNB rozhodla využít devizové intervence až v roce 2013 a nikoliv dříve.

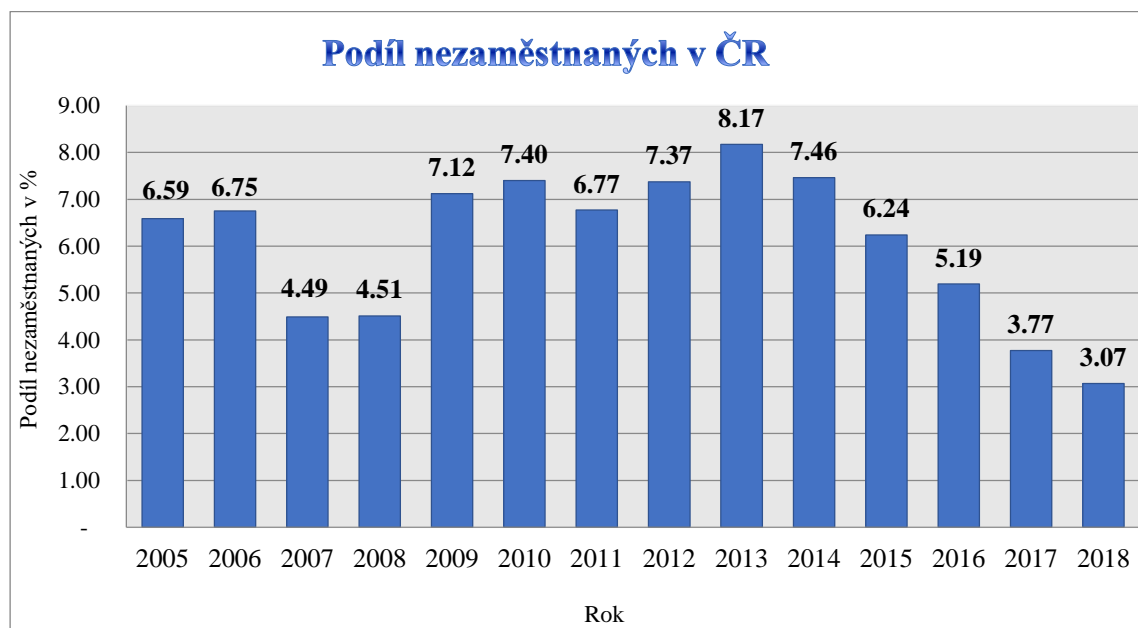
3.2.2 Vývoj nezaměstnanosti

Dalším důležitým makroekonomickým ukazatelem je nezaměstnanost, protože dokáže odrážet stav ekonomiky. Vysoká nezaměstnanost značí, že se podnikům nedaří, proto se snaží snížit své náklady a propouštějí zaměstnance. Ti na trhu vystupují jako spotřebitelé, a pokud nemají práci a mzdu, za kterou by mohly spotřebovat, tak jejich poptávka klesá. Vysoká nezaměstnanost je tedy příčinou poklesu poptávky spotřebitelů po výrobcích a službách, což se opět projeví na postavení zaměstnavatelů, kteří jak již bylo řečeno v důsledku nižší poptávky musejí snížit své náklady a propouštějí zaměstnance (Soukup, 2018).

Cílem ekonomiky není však nulová nezaměstnanost, jelikož určitá úroveň nezaměstnanosti je zcela přirozená. Přirozená nezaměstnanost je například způsobena stěhování obyvatel nebo ukončením zaměstnání a nalezením nového zaměstnání. Jedná se o nejčastější typ nezaměstnanosti a pro ekonomiku neznámá závažnější problém (Samuelson, 2013).

Přijatelná míra nezaměstnanosti a udržení přijatelné míry inflace je jedním ze stěžejních zájmů v oblasti hospodářské politiky a ekonomické teorie. Podle teorie Phillipsovy křivky existuje nějaký vztah mezi zaměstnaností a inflací, resp. s rostoucí inflací by se měla snižovat nezaměstnanost. Devizové intervence ČNB by tedy měly zabránit případnému zvyšování nezaměstnanosti (v případě, že by se ekonomika dostala do deflace) nebo by jí měly začít dokonce snižovat. Intervenování by také mělo ovlivnit ekonomické očekávání firem, které by se v očekávání intervencí nezačaly připravovat na deflaci a nepropouštěly by své zaměstnance (Jurečka, 2017).

Graf 2: Vývoj meziroční míry nezaměstnanosti v letech 2005–2018



Zdroj: Český statistický úřad, 2019, vlastní zpracování

Ve výše uvedeném grafu je zobrazena meziroční míra nezaměstnanosti v ČR od roku 2005 do roku 2018. Pro analýzu nezaměstnanosti před devizovými intervencemi byla zvolena meziroční data, jelikož narozdíl od mezikvartálních dat jsou již očištěna od sezónních vlivů a lépe tak prezentují reakci na cyklický hospodářský vývoj. Při prvním pohledu na graf je vidět výrazný přírůstek nezaměstnanosti mezi roky 2008 a 2009, tedy

v době finanční krize. Takto výrazný meziroční nárůst nezaměstnanosti již v žádném jiném období nenastal.

Jedním z důvodů, proč se ČNB rozhodla pro devizové intervence, byl podle tehdejšího guvernéra ČNB Miroslava Singera setrvalý růst nezaměstnanosti. Nicméně guvernér nspecifikoval, zda měl na mysli mezikvartální nezaměstnanost, která je ovlivňována sezónními vlivy, a nebo meziroční nezaměstnanost. Mezi lety 2011 a 2013 opravdu došlo k meziročnímu růstu nezaměstnanosti, nicméně je těžké říci, zda to opravdu můžeme považovat za „setrvalý“ růst. Faktem ale zůstává, že míra nezaměstnanosti byla v roce 2013 nejvyšší z celého zkoumaného období, tedy od roku 2005.

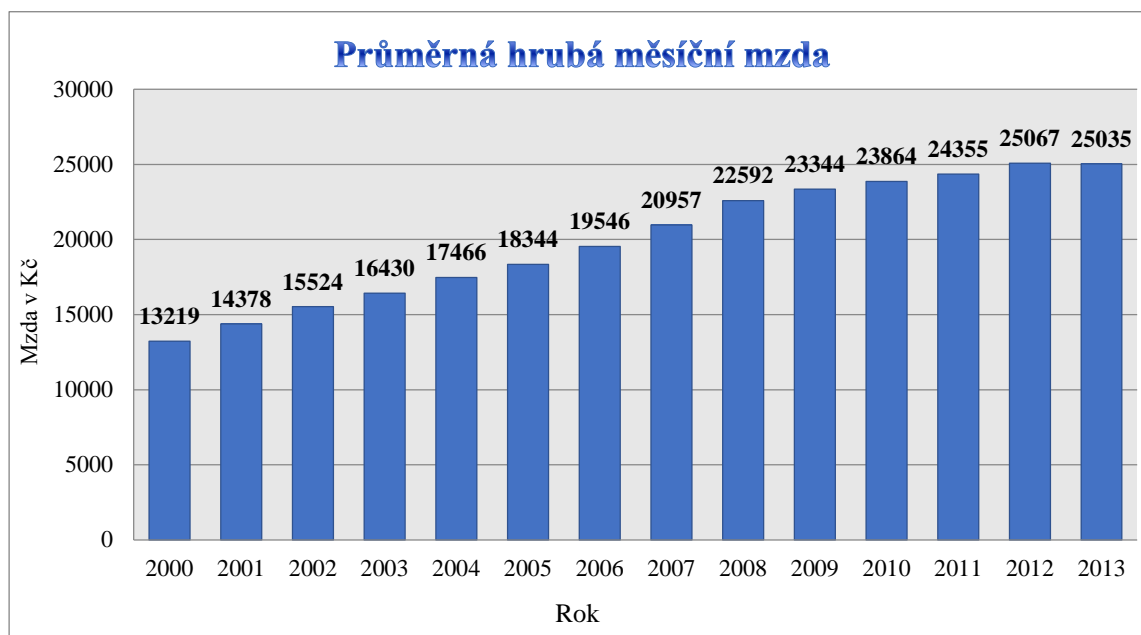
Nyní zkusíme vzít v potaz druhou variantu Singerova tvrzení, tedy „setrvalý růst nezaměstnanosti“, tentokrát ale mezikvartální nezaměstnanosti. Dle ČSÚ byl vývoj mezikvartální nezaměstnanosti v roce 2013 následovný: I. Q: 392,8 tisíc nezaměstnaných, II. Q: 358 tisíc nezaměstnaných, III. Q: 369,6 tisíc nezaměstnaných a IV. Q: 355,4 tisíc nezaměstnaných. Sezónně očištěná data, taktéž z ČSÚ, jsou: I. Q 381,3 tisíc, II. Q 367,9 tisíc, III. Q 367,2 tisíc a IV. Q 356,8 tisíc nezaměstnaných lidí (ČSÚ, 2014a). Z těchto uvedených dat je patrný spíše setrvalý pokles nezaměstnanosti v roce 2013, nežli její setrvalý růst, jak naopak tvrdil Miroslav Singer. Lze tedy jeho tvrzení o „setrvalém růstu nezaměstnanosti“, jako jeden z faktorů vedoucích k rozhodnutí o přijetí devizových intervencí, vyvrátit.

3.2.3 Vývoj mezd

S problematikou nezaměstnanosti je také úzce spjatá průměrná výše mezd. Podle Singerova výroku byl „nejnižší růst mezd v soukromých firmách v historii“ jedním z faktorů, jež vedly k přijetí devizových intervencí. Pro ověření správnosti tohoto tvrzení bude použit graf níže, kde je uveden vývoj průměrné hrubé mzdy v ČR od roku 2000 do roku 2013.

Z uvedeného grafu, je na první pohled zřejmá správnost tohoto výroku. Nejenže se růst průměrné hrubé měsíční mzdy od roku 2008 znatelně zpomalil, ale mezi roky 2012 a 2013 se dokonce zastavil a následně poklesl. Mezi roky 2012 a 2013 došlo k meziročnímu poklesu průměrné hrubé mzdy o 32 Kč, což je od roku 2000 jediný pokles.

Graf 3: Vývoj průměrné hrubé mzdy v ČR v letech 2000–2013



Zdroj: Český statistický úřad, 2020c, vlastní zpracování

3.2.4 Inflační očekávání

Mezi další faktor, který vedl k rozhodnutí ČNB pro devizové intervenování, byly podle Miroslava Singera „historicky nejnižší hodnoty inflačních očekávání“. Pro analýzu správnosti tohoto tvrzení, bude nejvhodnější zanalyzovat data z dokumentu s názvem „Inflační očekávání finančního trhu“, který je dostupný na internetových stránkách ČNB. Tento dokument vychází každý měsíc a obsahuje očekávání vývoje ekonomiky z pohledu třinácti analytiků z různých společností. Pro analýzu byl vybrán dokument z října 2013, tedy jeden měsíc před spuštěním devizových intervencí. V dokumentu stojí:

- *„V tříletém horizontu se prognóza inflace nezměnila a nadále zůstává na 2,1 %.*
- *Růst cenové hladiny by mohl ještě před závěrem letošního roku mírně zrychlit. [...]Návrat poptávkové inflace do kladných hodnot očekávají spíše až ve 2. polovině roku 2014.*
- *Analytici nadále očekávají, že česká ekonomika letos propadne o 0,9 % a v příštím roce již vzroste o 1,8 %.*
- *Domácí ekonomika se podle posledních statistických údajů vymanila z recese. [...]Probouzet by se podle analytiků postupně mohla i domácí poptávka.*

- *Názor analytiků na devizové intervence se opět mírně změnil. Pravděpodobně pod vlivem pomalejšího než očekávaného růstu inflace již dva analytici očekávají, že na listopadovém zasedání BR ČNB schválí devizové intervence. Další analytik vstupu ČNB na devizový trh přisuzuje téměř 50 % pravděpodobnost, ostatní prozatím žádné intervence proti koruně nepředpokládají. Jejich hlavním argumentem jsou signály o postupném hospodářském oživení.*
- *Průměrná mzda má v roce 2013 vzrůst jen o 0,7 %. V roce 2014 se má dynamika zvýšit na 2,5 %, a to díky oživení ekonomiky a souvisejícímu postupnému uvolňování napjatých podmínek na trhu práce.*
- *Analytici [...] odhadují, že mzdy v podnikatelském sektoru letos vzrostou o 0,7 % a v roce příštím o 2,7 %. V nepodnikatelském sektoru je letos očekáván 1,3 % a příští rok 2,0 % nárůst“ (ČNB, 2013b).*

Z výše uvedeného vyplývá, že se domácí ekonomika již vymanila z recese a byl očekáván postupný hospodářský růst. Podle analytiků se měla inflace vyšplhat během tří let na hodnotu 2,1 %. Ačkoliv mělo HDP v roce 2013 poklesnout o 0,9 %, v následujícím roce už byl očekáván růst, a to ve výši 1,8 %. Další pozitivní zprávou, kterou analytici prorokovali, bylo oživení zahraniční i domácí poptávky. Očekávalo se také mírné zvýšení mezd v roce 2013 (o 0,7 %), nicméně pro rok 2014 už byl očekáván růst mezd ve výši 2,5 %.

Dva ze třinácti analytiků očekávali spuštění devizových intervencí v listopadu, jeden analytik spuštění přisuzoval 50 % šanci a zbylých osm analytiků prozatím nepředpokládalo spuštění intervencí. Hlavním důvodem byly signály o postupném hospodářském oživení. Nicméně i přes všechny tyto pozitivní předpoklady o vývoji ekonomiky a názory analytiků na odložení intervencí se ČNB rozhodla zahájit devizové intervenování. Je potřeba připomenout, že se ČNB rozhodla pro devizové intervenování z důvodu hrozby deflace. To je ale v rozporu s výše uvedeným dokumentem, kde analytici očekávali od října 2013 postupné oživení ekonomiky, růst HDP a růst inflace. Jak je tedy možné, že se i přes tyto předpoklady ČNB rozhodla přistoupit k devizovému intervenování?

3.3 Zahájení devizového intervenování ČNB

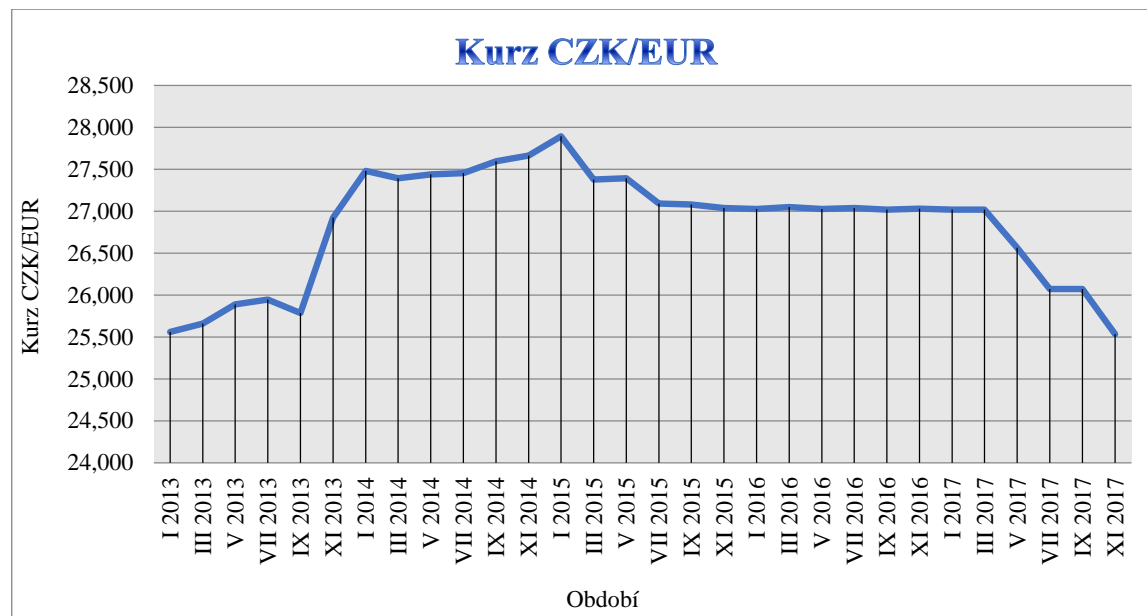
Jak již bylo popsáno v předchozí kapitole, v roce 2008 došlo k prudkému zpomalení české ekonomiky následkem světové finanční a ekonomické krize. To se negativně projevilo v nárůstu nezaměstnanosti, snížení příjmů a spotřeby domácností. Firmám se snížil zisk a poklesly také jejich investice. Na zmíněný vývoj ekonomiky ČNB reagovala tak, že postupně snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %). Současně s tím oznámila na podzim roku 2012, že se zavazuje ponechat na této hladině úrokové sazby tak dlouho, jak jen bude potřeba a také prohlásila, že je připravena použít i ostatní nástroje, bude-li třeba více uvolnit měnovou politiku.

Nicméně se ukázalo, jak recese a útlum na trhu práce odeznívají velice pomalu. Navíc dopady protiinflačních opatření spolu s poklesem cen surovin a energií přispívaly k dalšímu snižování inflace. A tak krátkodobý výhled ČNB z konce roku 2013 naznačoval vzrůstající riziko deflace. Také hrozilo, že klesající ceny spotřebního zboží, které již delší dobu klesaly, budou firmy a domácnosti brát jako samozřejmost, což by se odrazilo v jejich očekávání i v jejich mzdovém vývoji. To by způsobilo nepříznivé dopady na českou ekonomiku. Z výše popsaných důvodů se ČNB rozhodla v listopadu 2013 využívat kurz koruny jako další nástroj měnové politiky. Podle ČNB byla volba tohoto nástroje pro malou otevřenou ekonomiku s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru vhodnější než například nákup státních dluhopisů. Kurzový závazek byl původně plánován pouze do začátku roku 2015, ale kvůli nesplnění protnutí dvouprocentního inflačního cíle bylo jeho ukončení odloženo. Konec měnového závazku nastal až v dubnu 2017 (ČNB, 2014b).

Cílem ČNB bylo oslabit korunu kvůli hrozící deflaci. Kurz koruny vůči euru se před zahájením intervencí nacházel na hodnotě 25,658 CZK/EUR (říjen 2013) a ČNB se rozhodla držet kurz u hladiny 27 CZK/EUR pomocí tzv. asymetrického kurzového závazku. Pokud kurz koruny začne posilovat pod hranici 27 Kč, tak centrální banka zakročí prostřednictvím intervenování do měnové kurzu. Nicméně pokud bude kurz oslabovat nad hodnotu 27 Kč, tak centrální banka nebude zasahovat a ponechá vývoj kurzu koruny vůči euru tržnímu mechanismu (ČNB, 2014b). Tyto kroky jsou patrné z Grafu 4, který zobrazuje vývoj kurzu koruny k euru ve vybraných měsících let 2013–2017. Na grafu je vidět rapidní znehodnocení měnového kurzu v listopadu 2013,

jenž se od té doby držel u hladiny 27 CZK/EUR, až do ukončení měnového závazku v dubnu 2017. Poté začal kurz opět apreciovat k hodnotě 25 CZK/EUR.

Graf 4: Vývoj kurzu CZK/EUR leden 2013–prosinec 2017



Zdroj: Česká národní banka, 2020p, vlastní zpracování

3.3.1 Alternativy kurzového závazku

Úrokové sazby jsou obvykle hlavním nástrojem centrální banky. Nicméně může ale nastat situace, kdy tento nástroj ztratí svoji účinnost. To nastává v případě snížení úrokových sazeb až k nulové hranici. Pokud by ekonomika v takové situaci potřebovala další uvolnění měnové politiky, např. kvůli přetrvávajícím deflačním tlakům, byla by centrální banka nucena využít jiný nástroj. Zvolení vhodného nástroje závisí hlavně na charakteristikách dané ekonomiky a na efektivitě dosažení cílů centrální banky (ČNB, 2020k).

Výše popsaná situace nastala v české ekonomice v roce 2013. ČNB měla tehdy několik možností, jak čelit přetrvávající dezinflaci a hrozbě deflace. V této podkapitole se podíváme jaké alternativy k měnovému závazku ČNB vlastně měla.

Záporné úrokové sazby

Úroková sazba vyjadřuje cenu zapůjčení peněz. Jsou-li nízké sazby, mají lidé větší motivaci půjčit si od banky peníze. Pokud by ČNB snížila úrokové sazby v ekonomice do záporných hodnot, došlo by k situaci, kdy by banky platily lidem za to, že si od nich půjčí peníze. A lidé by bance platili za to, že si k ní vložili peníze. Centrální banka tímto

krokem sleduje, aby komerční banky měly větší zájem na půjčování peněz svým klientům, čímž by docházelo k silnějšímu rozproudění ekonomiky. K tomuto kroku se obrátila, jak již bylo zmíněno výše, Evropská centrální banka, ale také například Dánská nebo Švýcarská centrální banka (Hypoindex, 2020).

Výrok Miroslava Singera k záporným úrokovým sazbám v souvislosti s intervencemi byl: *„Alternativou mohla být záporná úroková míra, což je ještě méně konvenční, ale u nás to nemá smysl, protože v systému je dostatek likvidity. Také pumpování dalších peněz do systému by nic nepřineslo“* (ČNB, 2014c).

Kvantitativní uvolňování

Tento nástroj se vyznačuje vytvářením nových peněz centrální bankou na nákup vládních nebo bankovních dluhopisů, které mají delší dobu splatnosti. Do oběhu se tak dostává velké množství peněz, a spolu s tím se zvyšuje cena zmíněných dluhopisů a klesá jejich výnos. Princip kvantitativního uvolňování spočívá v nákupu cenných papírů obchodních bank, které za dodatečnou likviditu poskytují více úvěrů, čímž se do oběhu dostává více peněz. Více peněz v ekonomice, nižší úrokové sazby a vyšší ceny aktiv stimulují domácí ekonomiku a přispívají k potřebnému nárůstu cenové hladiny. Nicméně problém by nastal v případě, že by se banky rozhodly držet přebytečnou likviditu v rezervách.

Významným efektem kvantitativního uvolňování je také oslabování kurzu, což tvoří další prostor pro uvolňování měnových podmínek a pomáhá zvyšovat míru inflace zpět k cílové hladině. Politiku kvantitativního uvolňování použila Evropská centrální banka nebo také americký Federální rezervní systém.

Podle ČNB není kvantitativní uvolňování vhodným nástrojem pro českou ekonomiku. Jedním z důvodů je, že česká ekonomika netrpí nedostatkem peněz, ale naopak je v ní nadbytek peněz. Dalším důvodem je, že český finanční trh není dostatečně vyspělý, proto by kvantitativní uvolňování mělo jen velmi omezený a nejistý efekt. Navíc existuje riziko, že masivní nákupy aktiv centrální bankou by mohly paralyzovat celý finanční trh (ČNB, 2020k).

Kvalitativní uvolňování

Kvalitativní uvolňování je obdobou kvantitativního uvolňování. Nicméně v kvalitativním uvolňování centrální banka nenakupuje více cenných papírů, dochází pouze ke změně struktury rozvahy centrální banky. Soustředí se především na nákup více rizikových a méně likvidních aktiv, čímž snižuje cenu rizika a zvyšuje likviditu těchto trhů. Finanční sektor má díky tomu možnost převést riziková a méně likvidní aktiva na centrální banku, a tím získat likvidnější a méně rizikové instrumenty na krytí svých potřeb. Dochází k lepší kapitálové přiměřenosti komerčních bank, které si nyní mohou dovolit více investovat a zároveň poskytovat více úvěrů. Centrální banky tak podpoří ekonomický růst. Důvody, proč je tento nástroj nevhodný pro českou ekonomiku, jsou stejné jako u kvantitativního uvolňování (ČNB, 2020k).

Forward guidance

Forward guidance, v českém jazyce označován jako „signalizace budoucí měnové politiky“, lze charakterizovat jako komunikační strategii centrální banky. Cílem je poskytovat informace trhům a veřejnosti o budoucím nastavení měnové politiky, a to především o budoucím vývoji základní úrokové sazby, popřípadě jiného nástroje měnové politiky. Prostřednictvím forward guidance se centrální banka snaží ovlivnit očekávání trhů a veřejnosti ohledně budoucího vývoje měnověpolitických nástrojů. Centrální banky mají dvě varianty jak komunikovat s trhy a veřejností. Prvním způsobem je tzv. *Delfská forma*, kdy centrální banka zveřejňuje svoji prognózu budoucího vývoje měnové politiky. Druhou variantou je tzv. *Odyseovská forma*, kdy centrální banka formuluje explicitní závazek, resp. zavazuje se k určité budoucímu vývoji své základní sazby nebo jiného měnověpolitického nástroje.

ČNB od roku 2008 využívá delfskou formu a pravidelně zveřejňuje prognózu úrokových sazeb. Od roku 2009 začala ČNB jako první centrální banka zveřejňovat své prognózy nominálního kurzu ke konkrétní měně (CZK/EUR). V listopadu 2012 přešla ČNB na odyseovskou formu, jelikož prorokovala, že bude držet úrokové sazby na technické nule tak dlouho, dokud nedojde k výrazným inflačním tlakům. Nicméně tento explicitní závazek nebyl dostatečně účinný na to, aby překonal deflační tlaky v ekonomice. Proto ČNB začala v listopadu 2013 využívat jako nástroj měnový kurz a zavázala se držet ho na stanovené úrovni minimálně do začátku roku 2015 (ČNB, 2014d).

3.3.2 Historie devizových intervencí ČNB

První devizové intervence ČNB probíhaly v roce 1997. Byly spuštěny jako reakce na měnovou krizi, která započala v květnu téhož roku. Za hlavní příčinu vzniku této krize lze považovat postupně vzrůstající vnější ekonomickou nerovnováhu české ekonomiky. Významnou roli během této měnové krize sehráli spekulanti, kteří útočili na českou korunu. Obranným mechanismem ČNB bylo devizové intervenování, jehož cílem byla apreciacie koruny (Mandel, 2008).

Během této krize koruna prudce oslabila. Zatímco v lednu 1997 se kurz nacházel na úrovni 27,50 CZK/USD, o rok později to bylo 35,35 CZK/USD. Tím vzrostla míra inflace až na hodnotu 10 %. Investoři, kteří do té doby investovali v Česku, začaly rychle prodávat koruny, což výrazně přispělo k jejímu oslabení. ČNB, která musela udržovat korunu ve stanoveném flukтуаčním pásmu, na to reagovala prodejem devizových rezerv. Intervenování probíhalo zvýšením diskontní sazby a nákupem koruny za zahraniční měny, a doporučením obchodním bankám nepůjčovat finanční prostředky nerezidentům. Ani tyto kroky ale nestačily k udržení kurzu, proto se ČNB rozhodla přejít od flukтуаčního pásma na řízený floating.

K přilákání investorů zpět se ČNB rozhodla výrazně zvýšit úrokové sazby. To se negativně projevilo na zdražení komerčních úvěrů, recesi a rozpočtových škrtech. Ekonomická nestabilita vyvrcholila pádem vlády (Revenda, 2001). Luděk Niedermayer, který byl v té době členem bankovní rady ČNB, se k měnové krizi vyjádřil následovně: *„Korunu se v roce 1997 povedlo stabilizovat, ovšem za cenu prudkého zvýšení úrokových sazeb, což se následně promítlo do ekonomiky. Následovala diskuse, že politicko-ekonomickou krizi vlastně způsobila centrální banka“* (ČT24, 2013).

Tehdejší premiér ČR Václav Klaus k měnové krizi řekl: *„Měnový otřes, který sám o sobě ekonomicky až tak velký nebyl, byl použit jako hlavní argument pro diskreditaci celé vládní ekonomické politiky a jako hmatatelné potvrzení její neúspěšnosti. Stal se spouštěcím mechanismem politické krize, která měla za cíl především personální změnu na čele vlády“* (ČT24, 2013).

Další devizové intervence probíhaly v letech 1998–2002. Tyto intervence byly podobné těm z let 2013–2017, jelikož jejich účelem byla také depreciace kurzu koruny, nicméně v menším rozsahu. Mezi roky 2002 až 2013 ČNB neprováděla žádné devizové intervenování.

4 Analýza makroekonomických ukazatelů v souvislosti s devizovými intervencemi

Hlavním účelem této kapitoly bude analýza makroekonomických ukazatelů a výsledků hospodaření ČNB v souvislosti s devizovými intervencemi. Bude se jednat především o analýzu trendů, a pro lepší vysvětlení bude přidán i korelační koeficient, který bude počítán v MS Excel pomocí funkce Correl.

Korelační koeficient (Hendl, 2015):

$$\text{Correl}(X, Y) = \frac{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \cdot \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

Než se však dostaneme k samotné analýze makroekonomických ukazatelů a výsledků hospodaření ČNB, tak si popíšeme transmisní mechanismus, pomocí něhož ČNB plánovala postupně navrátit inflaci domácí ekonomiky do zvoleného 2 % cíle.

4.1 Transmisní mechanismus devizového intervenování ČNB

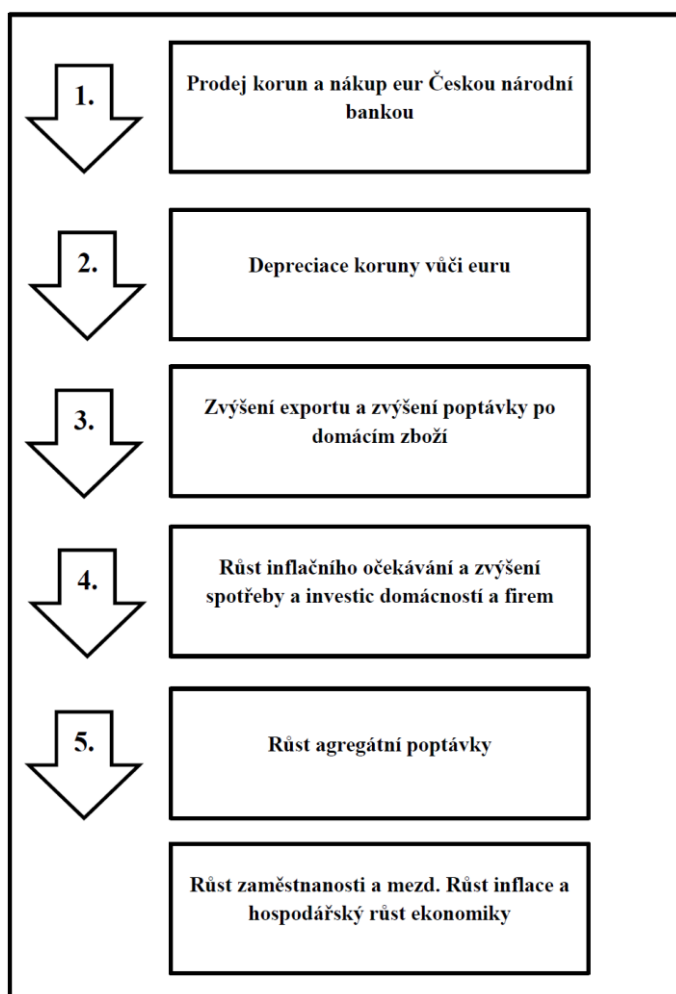
Devizové intervenování ČNB a s tím spojená změna objemu jejich devizových rezerv působily na konečný cíl intervencí, jímž bylo navrátit inflaci na hodnotu 2 % skrze určitý transmisní mechanismus. Počátkem tohoto mechanismu byl nákup eur na devizovém trhu Českou národní bankou, což má za následek depreciační kurzu koruny vzhledem k euru.

Pokud v malé otevřené ekonomice centrální banka oslabuje měnový kurz, tak dochází k růstu konkurenceschopnosti vývozců, kteří za své výrobky utrží více korun, a pokud jsou jejich náklady z větší části domácí, tak jejich zisk roste. Zároveň dochází k růstu cen dováženého zboží vlivem oslabení kurzu, čímž je podpořena poptávka po domácím zboží. Střední a velké firmy společně s některými movitějšími domácnostmi začnou více spotřebovávat a investovat, protože přicházejí na to, že jejich předpoklady velice nízkých a stále klesajících cen jsou nepřesné, a že nebude výnosnější vyčkávat na další snížení cen. Vyšší spotřeba a investice vedou k růstu poptávky, spolu s ní roste i zaměstnanost a mzdy.

Klíčovým kanálem přenosu depreciační kurzu je posílení domácí poptávky společně s růstem zaměstnanosti a mezd. S rostoucí poptávkou roste i inflační očekávání, které

napomáhá k uvolnění reálných úrokových sazeb. Firmy a domácnosti více nakupují v očekávání růstu cen. Dlouhodobé přínosy v podobě větší jistoty udržení si stávajícího zaměstnání, nebo vyšší šance najít si zaměstnání nové, převažují nad přirozenými důsledky oslabení měny, které mohou být v krátkém období nepříznivé. Příkladem může být vyšší cena dovážených potravin. Celý proces by měl vést k růstu míry inflace v ekonomice a napomoci ČNB dosáhnout a zachovat cenovou stabilitu. Kompletní proces transmisního mechanismu ČNB je vyobrazen na obrázku níže (ČNB, 2015a).

Obr. 3: Transmisní mechanismus devizového intervenování ČNB



Zdroj: Česká národní banka, 2015a, vlastní zpracování

Výše zmíněný transmisní mechanismus má určité časové zpoždění. Než dojde v ekonomice ke všem potřebným interakcím skrze dané makroekonomické vazby, uběhne podle tehdejšího viceguvernéra ČNB Vladimíra Tomšíka 1–1,5 roku. Z toho vyplývá, že momentální inflační stav odpovídá měnové politice před jedním až jedním a půl rokem.

Slovy Vladimíra Tomšíka: „*Centrální banka musí reagovat dopředu a nemůže čekat, až jejím krokům budou lidé rozumět. Důvodem jsou transmisní zpoždění, se kterými se měnověpolitické změny promítají do inflace. Inflace pozorovaná dnes je již prohranou bitvou, protože je dána nastavením měnové politiky před jedním až jeden a půl rokem*“ (ČNB, 2015a).

4.2 Výsledky hospodaření ČNB

Výsledky hospodaření ČNB významně ovlivňují devizové rezervy. Výnosnost devizových rezerv a pohyb měnových kurzů udávají konkrétní podobu hospodářského výsledku. O tom, zda banka vytváří zisk nebo ztrátu, rozhodují právě tyto dva faktory resp. jejich vzájemné působení. Pro centrální banky jsou devizové rezervy jednou z hlavních položek aktiv. Mohou sloužit jako pojistka pro zajištění potřeb státu v nepříznivých situacích, nebo se využívají jako nástroj k ovlivnění kurzu. V takovém případě se devizové rezervy využívají, aby vyrovnávaly nesoulad mezi poptávkou a nabídkou po domácí měně.

ČNB své devizové rezervy investuje na zahraničních trzích. Ty jsou rozloženy mezi více měn, největší část je investována v eurech, menší část pak v amerických dolarech. Při jejich správě se ČNB snaží o dosažení maximálního výnosu. Investovány jsou do bezpečných aktiv jako jsou vládní dluhopisy, pokladniční poukázky či jinak zajištěné cenné papíry. Část rezerv je ale také umístěna do akcií, resp. do akciových indexů. Důvodem je, že se akciové trhy často vyvíjejí jinak (mnohdy opačně) než trhy dluhopisů, a díky tomu má ČNB stabilnější výnosy ze svých devizových rezerv. Korunová hodnota devizových rezerv je závislá na vývoji kurzu. Pokud kurz koruny posílí, dojde ke snížení korunové hodnoty devizových rezerv, a ČNB tak vzniká kurzová ztráta. Naopak oslabením kurzu koruny korunová hodnota vzroste a ČNB generuje kurzový zisk (ČNB, 2020g).

Například v roce 2012 ČNB měla prakticky stejné výnosy z devizových rezerv jako kurzové ztráty. Ale v roce 2013 už ČNB vykázala zisk ve výši 73,116 mld. Kč, což byl historicky její nejvyšší zisk. Toho ČNB dosáhla především díky vysokým výnosům ze správy devizových rezerv, společně s vysokými kurzovými výnosy vlivem znehodnocení koruny. Tedy jako důsledek devizových intervencí. Zisk za rok 2013 byl v plné výši využit k ponižení neuhrazené kumulované ztráty z minulých období podle

strategie ČNB, která chce tuto ztrátu uhradit z vlastních zdrojů. Kumulovaná ztráta se tímto snížila na -50,44 mld. Kč (ČNB, 2014e).

ČNB v roce 2014 generovala zisk ve výši 56,56 mld. Kč. Tento zisk získala zejména z výnosů ze správy devizových rezerv a z nerealizovaných kurzových zisků. Ve sledovaném roce došlo ke znehodnocení koruny vzhledem ke většině rezervních měn. Úrokové sazby, pomocí nichž se úročí měnověpolitické operace centrální banky, se po celý rok 2014 nacházely na úrovni „technické nuly“. Celkové čisté provozní náklady banky se meziročně zvýšily o 4 %. Mezi zásadní faktory, které vedly k jejich nárůstu patří zvýšení mzdových prostředků a navýšení plateb hrazených evropským dohledovým agenturám při současném poklesu vyměřených správních poplatků v rámci dohledové činnosti ČNB.

V roce 2014 se podařilo kompletně uhradit kumulovanou ztrátu z předchozích období. Ta činila -50,44 mld. Kč a díky účetnímu zisku ve výši 56,56 mld. Kč za rok 2014 mohla být tato kumulovaná ztráta konečně kompletně uhrazena. Po zaúčtování této úhrady (dne 19. 3. 2015) ČNB ve své bilanci kumulovanou účetní ztrátu již neviduje. Nyní bylo na ČNB, jak naloží se zbývajícím ziskem ve výši 6,11 mld. Kč. Konkrétní postup při rozdělování hospodářského výsledku upravují pro daný kalendářní rok zásady finančního hospodaření, které schvaluje bankovní rada ČNB (ČNB, 2015b).

Zásady finančního hospodaření pro rok 2015 (a ostatní sledované roky) byly následující:

1. úhrada ztráty z minulých let v plném rozsahu,
2. dotace do všeobecného rezervního fondu,
3. odvod volného zůstatku zisku do státního rozpočtu realizovat až po zajištění dvou předchozích bodů.

ČNB postupovala podle výše zmíněných zásad a zbývajíc část zisku ve výši 6,11 mld. Kč převedla do rezervního fondu ČNB, který slouží na krytí případných ztrát, do státního rozpočtu nebyl odveden žádný zisk.

V roce 2015 generovala ČNB ztrátu ve výši 549 mil. Kč. Největší podíl na hospodářském výsledku měly nerealizované kurzové ztráty. Ty byly vyfakturovány především díky vývoji měnových kurzů, a s tím spojené změny korunové hodnoty aktiv a pasiv v cizích měnách držených ČNB. Konečná kurzová ztráta převýšila čisté výnosy dosažené při správě devizových rezerv, které pocházely především z dluhopisového

a akciového portfolia, a jsou významným zdrojem centrální banky na krytí nákladů vynaložených v ostatních činnostech. Kurz koruny vůči euru byl 31. prosince 2014 na hodnotě 27,591 CZK/EUR. Naproti tomu 31. prosince 2015 byl kurz 26,890 CZK/EUR. Tato změna byla rozhodující faktor ovlivňující hospodářský výsledek v daném období (ČNB, 2016a).

V roce 2016 ČNB uzavřela své hospodaření se ziskem ve výši 46,469 mld. Kč. Největší část hospodářského výsledku v tomto roce přinesl zisk pocházející ze správy devizových rezerv. V důsledku pohybu měnových kurzů ČNB generovala výsledný kurzový zisk, který se svým objemem přiblížil výnosům dosaženým při správě devizových rezerv. Vykazovaný zisk ČNB za rok 2016 byl v celkové výši 46,469 mld. Kč. Podle výše zmíněných zásad finančního hospodaření byla část vygenerovaného zisku ve výši 549 mil. Kč využita k úhradě ztráty z předešlého roku. Po této úhradě ČNB již ztrátu z roku 2015 neviduje. Zbývající část zisku ve výši 45,920 mld. Kč převedla ČNB do svého rezervního fondu, do státního rozpočtu nebyl proveden žádný odvod. ČNB odůvodnila své rozhodnutí o navýšení finančních rezerv tím, že nedisponuje odpovídající finanční rezervou (ČNB, 2017a).

Rok 2017 je posledním rokem, v němž ČNB prováděla devizové intervence. V tomto roce ČNB generovala ve svém hospodaření ztrátu ve výši 243,243 mld. Kč, což je historicky její nejvyšší ztráta. Ta pocházela především z apreciac domácí měny po ukončení kurzového závazku. Nerealizované kurzové ztráty a zisky, které vznikají v důsledku pohybu měnových kurzů u cizoměnových aktiv a pasiv držených v bilanci do konce kalendářního roku se největší měrou podílely na vzniku celkové kurzové ztráty ve výši 271 mld. Kč. Nejvýraznější meziroční zhodnocení měla koruna vůči USD a JPY a největší kurzové ztráty vznikly vůči EUR, kde je investována hlavní část rezerv ČNB. Pozitivní výsledek dosažený správou devizových rezerv byl dosažen zejména díky akciovým portfoliím. Naproti tomu růst úrokových sazeb zapříčinil ztráty kapitálových dluhopisových portfolií (ČNB, 2018b).

V roce 2018 vykázala ČNB zisk ve výši 1,79 mld. Kč. Na hospodaření ČNB se v tomto roce podílel kromě domácích faktorů i vývoj v zahraničí. Trend apreciac kurzu koruny, obnovený po ukončení kurzového závazku, se vlivem globálních faktorů přerušil. Domácí měna oslabil vůči hlavním rezervním měnám. Správa devizových rezerv ukončila rok záporným saldem nákladů a výnosů, což je v historickém kontextu výsledek mimořádný. Důvodem byl souběh nízkých výnosů pevně úročených

instrumentů a krátkodobého propadu akciových trhů, ke kterému došlo v závěru roku ve všech významných světových regionech. Bankovní rada schválila konečné rozdělení zisku tohoto roku tím způsobem, že celá částka byla použita na snížení neuhrazené ztráty z předchozích období. I po provedení úhrady zůstala v bilanci banky nadále neuhrazená ztráta z předchozích období, a to ve výši 187,1 mld. Kč. ČNB předpokládá, že kumulovanou ztrátu uhradí z budoucích zisků (ČNB, 2019a).

Devizové rezervy společně s kurzovými rozdíly jsou velmi důležitou složkou v hospodářských výsledcích ČNB. To ostatně potvrzuje i Obrázek 4, na němž je vidět struktura výnosů a nákladů ČNB. Je zřejmé, že majoritní část nákladů a výnosů ČNB pochází ze správy devizových rezerv a kurzových rozdílů, což jsou položky, které jsou v úzkém spojení s devizovými intervencemi. Jako ukázkový rok byl vybrán rok 2013, v němž ČNB vygenerovala svůj největší zisk vůbec.

Obr. 4: Výnosy a náklady ČNB v roce 2013

	údaje uvedeny v mil. Kč			
	náklady	výnosy	saldo	meziroční změna salda
oblast měnová	30 383	105 103	74 720	70 456
▪ provádění měnové politiky	241	1	-240	1 935
▪ správa devizových rezerv	13 164	40 519	27 355 ¹⁾	-197
▪ kurzové rozdíly	16 432	63 058	46 626	68 595
▪ klientské operace	262	1 235	973	123
▪ ostatní operace	284	290	6	0
oblast emise a správy peněz	415	483	68	-181
oblast provozní	1 890	218	-1 672	-5
Celkem	32 688	105 804	73 116	70 270

Převzato: Česká národní banka, 2014f

4.2.1 Porovnání výsledků hospodaření s devizovými rezervami

V Tabulce 3 jsou zpracována statistická data z období intervencí ČNB, která probíhala v letech 2013–2017. Pro lepší srovnání je přidán jeden rok před a po devizových intervencích, tedy rok 2012 a 2018.

Tab. 3: Srovnání VH ČNB s devizovými rezervami v letech 2012-2018

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
VH ČNB [mld. Kč]	2,846	73,116	56,560	-0,549	46,469	-243,243	1,790
Objem devizových rezerv ČNB ke 31.12 [mld. Kč]	858,977	1.118,380	1.244,288	1.600,926	2.197,931	3.150,510	3.201,681
Kurz CZK/EUR ke 31.12.	25,140	27,425	27,725	27,025	27,020	25,647	25,830
Změny devizových rezerv oproti 31.12 min. roku [mld. Kč]	-	+259,403	+125,908	+356,638	+597,005	+952,579	+51,171

Zdroj: Česká národní banka, 2020t, vlastní zpracování

Mezi roky 2012 a 2013 došlo k výraznému rozdílu mezi výsledky hospodaření, na které mělo veliký podíl devizové intervenování, které začalo v listopadu 2013. V Tabulce 3 je možné také vidět znehodnocení kurzu koruny vzhledem k euru, které způsobilo devizové intervenování. Mezi obdobími 31.12.2012 a 31.12.2013 představoval rozdíl kurzu koruny vzhledem k euru 2,285 Kč (meziročně tedy o 9,1 %) za jedno euro. Vzhledem k masivnímu nákupu eur měla ČNB značné množství této měny, a díky tomu významná část výnosů z roku 2013 pocházela právě z této kurzové změny. Kurzové rozdíly představují podstatný faktor, který ovlivňuje konečnou podobu účetního hospodářského výsledku ČNB. Příčina vzniku je otevřená devizová pozice ČNB plynoucí z vysokého podílu cizoměnových aktiv v bilanci banky a změna kurzu české koruny vůči rezervním měnám uskutečněná v rámci kalendářního roku (ČNB, 2014f).

V roce 2014 ČNB zaevidovala kladné saldo kurzových zisků a ztrát v celkovém objemu 42 815 mil. Kč. Ze značné části (75 %) se jednalo o nerealizované kurzové rozdíly, které vznikají v rámci kalendářního roku změnou kurzu ovlivňující korunovou hodnotu cizoměnových aktiv a pasiv držených v bilanci banky. Domácí měna vzhledem k majoritní části rezervních měn oslabila. Vůči euru, kde je společně s americkým dolarem investována největší část devizových rezerv ČNB, oslabil nominální kurz koruny meziročně o 1,1 % (na konci roku 2013 měl kurz CZK/EUR hodnotu 27,425 a na konci roku 2014 vykazoval hodnotu 27,725). Meziroční depreciace byla pouhých 0,3 korun za euro. Klíčový faktor působící na vývoj tohoto kurzu v roce 2014 byl

pokračující závazek ČNB zamezit posílení koruny výrazněji pod hodnotu 27 CZK/EUR. Ve sledovaném období byl vývoj kurzu v souladu s asymetrickou povahou tohoto kurzového závazku a nevyžadoval faktické intervence ČNB na devizových trzích. O tom vypovídají i nejnižší finanční prostředky vydané na devizové intervenování za celé období intervenování, a to ve výši 125,908 miliard korun (ČNB, 2015c).

V roce 2015 zaúčtovala ČNB záporné saldo kurzových zisků a ztrát v celkové výši 17 480 mil. Kč. Oproti předešlému roku se jedná o významnou změnu, kdy naopak převyšovaly kurzové zisky. Na nerealizované kurzové ztráty připadlo 26,3 mld. Kč a na realizované kurzové zisky připadlo 8,8 mld. Kč. Domácí měna vzhledem k některým rezervním měnám oslabila (např. USD, GBP) a vůči jiným naopak posílila (např. EUR, CAD). Vůči euru, kde bylo na konci roku 2015 alokováno 58 % devizových rezerv ČNB, posílil nominální kurz koruny meziročně o 2,5 % (tedy z hodnoty 27,725 CZK/EUR na konci roku 2014 na hodnotu 27,025 na konci roku 2015). Důvodem meziročního posílení kurzu o 0,7 CZK/EUR může být příznivá situace české ekonomiky. Intervence v tomto roce byly oproti předešlému roku poměrně výrazné. Důvodem byl častý tlak kurzu na jeho dolní hranici (27 CZK/EUR), především ve druhé polovině roku. Meziroční růst rezerv souhrně činil 356,638 miliard korun, což je skoro třikrát tolik než v předchozím roce (ČNB, 2016b).

V roce 2016 zaevidovala ČNB kladné saldo kurzových zisků a ztrát v celkovém objemu 22 864 mil. Kč. Vůči euru, kde byla alokována největší část devizových rezerv ČNB (65 %), nominální kurz posílil meziročně o 0,02 % (z hodnoty 27,025 CZK/EUR na konci roku 2015 na hodnotu 27,020 na konci roku 2016). Po většinu roku se kurz koruny vůči euru nacházel těsně nad hladinou kurzového závazku ČNB. ČNB ale musela opět výrazně intervenovat, aby si udržela tuto stabilitu a nedošlo ke zhodnocení koruny oproti euru. K opačné situaci došlo pouze na přelomu června a července, kdy se kurz dostal na hodnotu 27,130 CZK/EUR. Během dvou týdnů se však koruna vrátila zpět k hranici kurzového závazku ČNB. Oproti předešlému roku se výsledek hospodaření znovu navrátil do kladných hodnot, jehož výše činila 46,469 miliard korun. Jedná se o nejnižší kladný VH za období intervencí. Důvodem kladného výsledku hospodaření bylo lehké meziroční posílení koruny. V tomto roce také dále pokračují obrovské intervence, které oproti předešlému roku vzrostly o 597,005 miliard korun (ČNB, 2017b).

V roce 2017 kurz koruny meziročně zhodnotil oproti všem měnám, do kterých ČNB umístila devizové rezervy. Na konci tohoto roku bylo zaevidováno záporné saldo kurzových ztrát a zisků v celkovém objemu 270 981 mil. Kč. Důvodem byla struktura bilance, která generuje proces posilování domácí měny účetní kurzové ztráty. Ta pocházela především z nerealizovaných kurzových ztrát a zisků (z 98 %). Vůči euru, kam bylo na konci roku 2017 alokováno 66 % devizových rezerv ČNB, nominální kurz koruny meziročně posílil o 5,5 % (tedy z hodnoty 27,020 CZK/EUR na konci roku 2016 na hodnotu 25,540 na konci roku 2017). Takovéto výrazné zhodnocení spolu s obrovským přírůstkem devizových rezerv stálo za vznikem obří ztráty ve výši 243,243 miliard korun.

V prvním čtvrtletí 2017, kdy ještě probíhalo intervenování, se koruna nacházela nadále těsně nad hranicí kurzového závazku ČNB. Po jeho ukončení byla domácí měna ponechána volnému působení nabídky a poptávky na devizovém trhu. Poslední intervence proběhly 6. dubna 2017. Poté koruna začala postupně posilovat. I přesto, že devizové intervence probíhaly v roce 2017 pouze v prvním kvartálu, došlo ke zvýšení objemu devizových rezerv o více než jeden bilion korun. Důvodem byla reakce ČNB na činnost spekulantů, kteří svojí aktivitou tlačili kurz „směrem dolů“, tedy k apreciaci (ČNB, 2018c).

Koruna posilovala i počátkem roku 2018, a to díky vlivům domácích faktorů. Tento trend se změnil až ve druhém čtvrtletí vlivem globálních faktorů, do kterých se promítl posun vnímání hospodářského a především měnověpolitického vývoje a výhledu v hlavních světových regionech. Výsledný kurzový zisk ve výši 42 mld. Kč pocházel především z nerealizovaných kurzových zisků a ztrát (ČNB, 2019b).

Na Grafu 5 je zobrazen vývoj objemu devizových rezerv ČNB ve vybraných měsících let 2013–2018. Na první pohled je z grafu patrný rostoucí trend od roku 2014 do roku 2016. Dále je vidět masivní nárůst devizových rezerv na začátku roku 2017, což je zároveň i konec devizového intervenování. Objem devizových rezerv se za první čtyři měsíce roku 2017 zvýšil o více než jeden bilion korun. Z tohoto hlediska se jednalo o nejvýznamnější intervenční rok. Důvodem strmého růstu devizových rezerv byla především reakce ČNB na činnost spekulantů, jejichž činnost tlačila na kurz (ten začal appreciovat) opačným směrem, než si ČNB stanovila. Kurz koruny oproti euru nakonec meziročně zhodnotil z 27,020 na 25,452 (leden 2017/2018). Tato výrazná apreciace

společně s masivním nárůstem devizových rezerv byla příčinou nadměrně veliké ztráty ve výši 243,243 miliard korun.

Sečteme-li všechny hospodářské výsledky za období devizových intervencí (tedy od listopadu 2013 do dubna 2017), dostaneme sumu −67,647 mld. Kč. **Z hlediska tak obrovské finanční ztráty je obtížné kladně hodnotit devizové intervence a jejich dopad na výsledky hospodaření ČNB.**

Graf 5: Objem devizových rezerv ČNB v období I. 2013–XI. 2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020n, vlastní zpracování

4.3 Vývoj inflace

Zcela zásadním měřítkem pro analýzu inflace je metodika jeho měření. V České republice měří inflaci ČSÚ pomocí čtyř metodik. Problém je, že ČNB nikde veřejně neuvádí, podle jaké metodiky měření se řídí, či řídila. Pouze udává, že čerpá z ČSÚ na něž se odkazuje. Když se podíváme na úvodní webové stránky ČNB, zjistíme, že na nich používá data pro inflaci vypočtená pomocí metodiky PISC. Naproti tomu data z úvodní stránky ČSÚ jsou vypočítána pomocí metodiky PPRI. Proto je velmi těžké vyhodnotit dopad devizového intervenování na vývoj inflace. Problém je, že metodika PISC má významné meziměsíční výchylky, ačkoli výsledná dlouhodobá tendence je velmi podobná metodě PPRI. Z tohoto důvodu budou pro lepší vysvětlení vývoje inflace během devizového intervenování využita data z metodiky PPRI i PISC. V Tabulce 4 jsou zobrazena data vývoje inflace během devizového intervenování podle

těchto dvou metodik. Označeny a tučně zvýrazněny jsou ty měsíce, kdy začala a skončila období devizového intervenování.

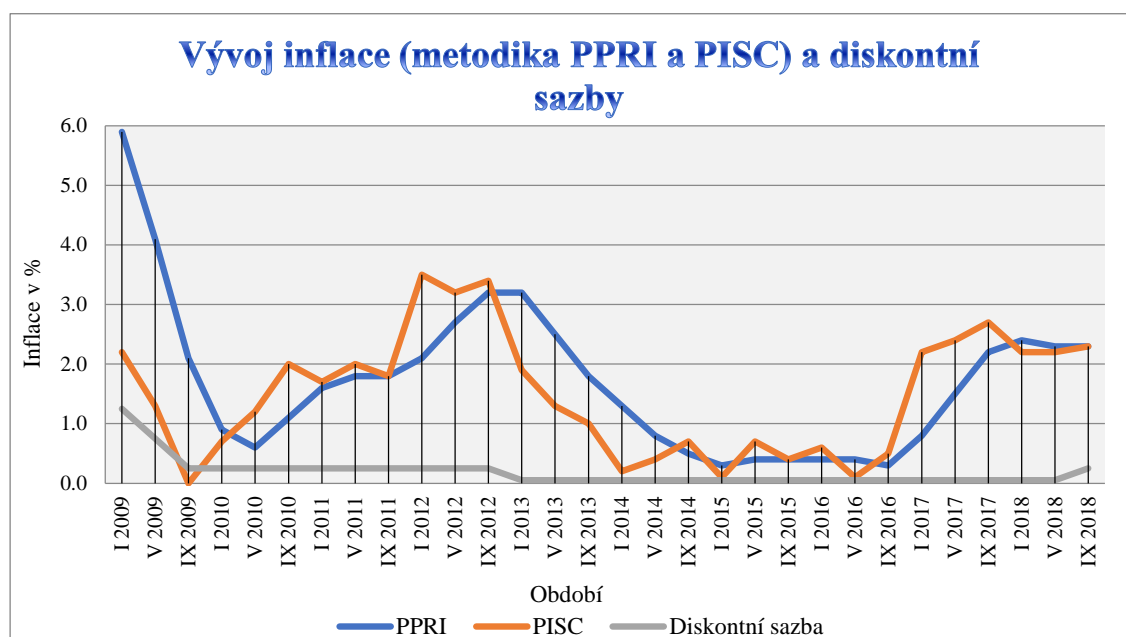
Tab. 4: Vývoj inflace leden 2013–prosinec 2017 podle dvou metodik měření

Období rok:měsíc	Inflace PPRI [%]	Období rok:měsíc	Inflace [%]	Období rok:měsíc	Inflace PISC [%]	Období rok:měsíc	Inflace [%]
2013:01	3,2	2015:07	0,5	2013:01	1,9	2015:07	0,5
2013:02	3,0	2015:08	0,4	2013:02	1,7	2015:08	0,3
2013:03	2,8	2015:09	0,4	2013:03	1,7	2015:09	0,4
2013:04	2,7	2015:10	0,4	2013:04	1,7	2015:10	0,2
2013:05	2,5	2015:11	0,3	2013:05	1,3	2015:11	0,1
2013:06	2,3	2015:12	0,3	2013:06	1,6	2015:12	0,1
2013:07	2,2	2016:01	0,4	2013:07	1,4	2016:01	0,6
2013:08	2,0	2016:02	0,4	2013:08	1,3	2016:02	0,5
2013:09	1,8	2016:03	0,4	2013:09	1,0	2016:03	0,3
2013:10	1,6	2016:04	0,4	2013:10	0,9	2016:04	0,6
2013:11	1,5	2016:05	0,4	2013:11	1,1	2016:05	0,1
2013:12	1,4	2016:06	0,3	2013:12	1,4	2016:06	0,1
2014:01	1,3	2016:07	0,3	2014:01	0,2	2016:07	0,5
2014:02	1,1	2016:08	0,3	2014:02	0,2	2016:08	0,6
2014:03	1,0	2016:09	0,3	2014:03	0,2	2016:09	0,5
2014:04	0,9	2016:10	0,4	2014:04	0,1	2016:10	0,8
2014:05	0,8	2016:11	0,5	2014:05	0,4	2016:11	1,5
2014:06	0,7	2016:12	0,7	2014:06	0,0	2016:12	2,0
2014:07	0,6	2017:01	0,8	2014:07	0,5	2017:01	2,2
2014:08	0,5	2017:02	1,0	2014:08	0,6	2017:02	2,5
2014:09	0,5	2017:03	1,2	2014:09	0,7	2017:03	2,6
2014:10	0,5	2017:04	1,3	2014:10	0,7	2017:04	2,0
2014:11	0,5	2017:05	1,5	2014:11	0,6	2017:05	2,4
2014:12	0,4	2017:06	1,7	2014:12	0,1	2017:06	2,3
2015:01	0,3	2017:07	1,8	2015:01	0,1	2017:07	2,5
2015:02	0,3	2017:08	2,0	2015:02	0,1	2017:08	2,5
2015:03	0,3	2017:09	2,2	2015:03	0,2	2017:09	2,7
2015:04	0,4	2017:10	2,3	2015:04	0,5	2017:10	2,9
2015:05	0,4	2017:11	2,4	2015:05	0,7	2017:11	2,6
2015:06	0,5	2017:12	2,5	2015:06	0,8	2017:12	2,4

Zdroj: Česká národní banka, 2020a, vlastní zpracování

Graf 6 zobrazuje vývoj inflace před, během a po skončení intervencí. Jako začátek byl zvolen rok 2009 a jako konec rok 2018 a vybrány byly pouze měsíce leden, květen a září tak, aby byl zachycen celý průběh roku. Při použití metody měření PPRI je v letech 2013–2017 patrný trend ve tvaru paraboly připomínající vývoj hospodářského cyklu. Tento trend je podobný trendu z let 2008–2012. Naopak pomocí metody měření PISC můžeme sledovat výrazné měsíční odchylky od trendu viditelného pomocí PPRI. Nicméně hlavní aspekty výše zmíněného trendu během devizového intervenování zůstávají v obou případech stejné. Tedy nízká inflace v letech 2014 až 2016 a naopak vysoká inflace v roce 2013 a v roce 2017.

Graf 6: Vývoj inflace a diskontní sazby v období I. 2009-IX. 2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020o, vlastní zpracování

Krátce po spuštění devizového intervenování začala inflace pomalu klesat, ač měla naopak růst. V prosinci inflace zaregistrovala mírný nárůst o 0,3 %, ale poté začala opět klesat a v blízkosti nuly se držela další následující půl rok. Tento paradoxní vývoj inflace lze vysvětlit vyjádřením tehdejšího viceguvernéra ČNB Vladimíra Tomšíka, že měnová opatření se promítnou do vývoje ekonomiky za 1–1,5 roku z důvodu existence měnově-politického zpoždění. Intervence ČNB započaly v listopadu 2013, tudíž by se jejich dopad měl projevit v míře inflace nejdříve na přelomu roku 2014 a 2015. Je-li očekáván výrazný účinek intervencí na inflaci, pak by se vlivem mohutného intervenování z listopadu 2013 měla inflace významně zvýšit, a to právě na přelomu let 2014 a 2015. Avšak podle metodiky PPRI inflace ve skutečnosti od počátku devizových intervencí neustále klesala. Až v dubnu 2015 inflace zaznamenala první mírný nárůst o 0,1 %, který se o stejnou hodnotu opakoval i v červnu. Míra inflace se udržela na hodnotě 0,5 % pouze dva měsíce (červen a červenec). V následujícím měsíci, tedy v srpnu, začala znovu klesat a blížit se k nule. V prosinci 2015 dosáhla míra inflace hodnoty 0,3 %.

Meření pomocí metodiky PISC udává trochu odlišná data ve sledovaném období, tedy na přelomu roku 2014 a 2015. V listopadu 2014 byla míra inflace na hodnotě 0,6 %, ale v prosinci byla tato hodnota už 0,1 %. To znamená že mezi listopadem a prosincem roku 2014 byl pokles inflace 0,5 %. Naopak od března 2015 začala inflace opět růst

a vyšplhala se během čtyř měsíců z 0,1 % na 0,8 %. Obě metodiky se shodují v měsíci červenci, kdy inflace začala opět klesat. Rok 2015 se podle metodiky PISC uzavřel na hodnotě 0,1 %.

Na začátku roku 2014 se celková inflace rapidně snížila a nacházela se hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma cíle ČNB. Hlavní příčinou bylo odeznění změn daně z přidané hodnoty (DPH) z předešlého roku a také pokles regulovaných cen. Na druhou stranu ale došlo k posunu korigované inflace¹ bez pohonných hmot do kladných hodnot. Důvodem bylo především rychlé odeznění protiinflačního působení domácí ekonomiky, opětovný růst mezd a zvýšení dovozních cen, zatímco všechny zmíněné vlivy odrážely vliv oslabeného kurzu koruny. Potlačený zahraniční cenový vývoj a pokles světových cen komodit způsobily postupné snižování prognóz inflace během roku 2014. Z prognózy z prvního čtvrtletí se předpokládalo, že se inflace navrátí na cíl již koncem roku 2014 a na začátku roku 2015 bude nárůst až k horní hranici tolerančního pásma. Následně v prognóze z posledního čtvrtletí se už předpokládalo, že po celý rok 2015 bude inflace v dolní polovině tolerančního pásma a její návrat na cíl bude až někdy na počátku roku 2016. Snižování výhledu inflace pokračovalo i přesto, že kurz koruny byl o něco slabší ve srovnání s hladinou kurzového závazku, u něhož se navíc prodloužila i platnost (ČNB, 2015c).

Po celý rok 2015 se celková inflace nacházela hluboko pod cílem ČNB, resp. pod dolní hranicí jeho tolerančního pásma. Průměrná míra inflace dosáhla 0,3 % a byla nejnižší od roku 2003. Výrazný vliv na takto nízkou inflaci měl především značný a prohlubující se meziroční pokles cen pohonných hmot a v druhé polovině roku i klesající regulované ceny a zastavení růstu cen potravin. Na propad cen ropy reagovala ČNB tím, že se jedná o pozitivní nabídkový šok, na jehož primární dopady do cenové hladiny nebude reagovat a je připravena tolerovat dočasný pohyb inflace blízko nuly, nebo i lehce pod ní. Do té doby oslabující kurz na tuto reakci korigoval zpět k lehce silnějším hodnotám. Skutečný i očekávaný vývoj inflace v průběhu roku 2015 naznačoval, že je potřeba i nadále udržovat výrazně uvolněné měnové podmínky, a že k udržitelnému plnění 2 % cíle ČNB dojde až na počátku roku 2017. Prognóza inflace z první poloviny roku 2015 předpokládala dosažení cíle ČNB ve třetím čtvrtletí roku 2016. Z prognózy z druhého pololetí se ale tento moment dosažení cíle posunul až na začátek roku 2017. Důvodem

¹ Index cen nepotravinářských položek spotřebního koše bez položek regulovaných cen, administrativních zásahů a bez pohonných hmot.

byla především nižší viditelná inflace a nižší výhled zahraničních výrobních a domácích regulovaných cen v důsledku klesajících světových cen ropy (ČNB, 2016b).

Připomeňme si prohlášení Vladimíra Tomšika, že intervence nelze spustit až v době, kdy přímo hrozí deflace. Důvodem je transmisní mechanismus, ve kterém se počítá s měnově-politickým zpožděním 1–1,5 roku (viz kapitola 4.1). Avšak ve Výroční zprávě ČNB z roku 2013 se uvádí: „**Bezprostřední vliv oslabeného kurzu byl patrný ve vývoji inflace a HDP již v závěru roku 2013 a na počátku roku 2014. Inflace dle očekávání ČNB v lednu 2014 klesla na velmi nízké, avšak kladné hodnoty, přičemž dle prognózy by měla postupně zrychlovat a v závěru roku se již vrátí k 2 % cíli. Hrozba pádu do deflace tak byla odvrácena. Oslabení kurzu koruny zároveň pozitivně ovlivnilo vývoj HDP v závěru roku 2013, když domácnosti a zřejmě částečně i firmy uspíšily své výdaje na spotřebu a investice**“ (ČNB, 2014f, s. 21).

Výše zmíněné tvrzení Vladimíra Tomšika je protikladného významu k tvrzení z Výroční zprávy ČNB z roku 2013. Vezmeme-li v potaz bezprostřední vliv intervencí na inflaci, který vyplývá z Výroční zprávy ČNB a dáme ho do souvislosti s hlavním cílem devizových intervencí, tedy zabránit vzniku deflace, zjistíme, že na tento cíl nelze pohlížet jako na kompetentní cíl. Míra inflace podle PPRI totiž dosahovala v listopadu 2013 hodnoty 1,5 % a podle PISC hodnoty 1,1 %, což je od deflační hrozby relativně daleko. Tyto dvě protichůdné tvrzení vyvolávají otázku, co způsobilo tak významnou změnu postoje ČNB?

Druhá část tvrzení z Výroční zprávy, kde je uvedeno, že „*inflace dle očekávání ČNB v lednu 2014 klesla na velmi nízké, avšak kladné hodnoty, přičemž dle prognózy by měla postupně zrychlovat a v závěru roku se již vrátí k 2 % cíli. Hrozba deflace tak byla odvrácena*“. Nicméně realita byla poněkud jiná. Na konci roku 2014 se inflace pohybovala kolem hodnot 0,4 % podle PPRI a 0,1 % podle PISC. Je tedy zřejmé, že prognózy ČNB mohou být někdy velmi nepřesné. I přes tvrzení uvedené ve Výroční zprávě ČNB bude v dalších částech této práce bráno v potaz měnově-politické zpoždění 1–1,5 roku.

Po většinu roku 2016 se míra inflace nacházela na velmi nízkých hodnotách a její pokles se stabilizoval. Pokud předpokládáme pravdivost měnově-politického zpoždění v délce 1–1,5 roku, je potřeba podívat se o tuto dobu zpět a zjistit, jaké hlavní situace ovlivnily míru inflace v letech 2016 a 2017. V roce 2014 se nacházel kurz koruny vůči

euru poměrně vysoko nad hodnotou 27 CZK/EUR, a tím pádem nebylo intervenování téměř potřebné. V tomto roce také nedošlo k výraznému nárůstu devizových rezerv ČNB, což jen potvrzuje fakt, že ČNB nemusela v tomto roce nijak výrazně intervenovat. Důvodem byl kurzový závazek, jež měl stanovenou pouze minimální hodnotu, nikoliv maximální. Rok 2014 můžeme tedy zhodnotit jako rok, ve kterém byl vývoj kurzu koruny oproti euru ovlivněn především tržním mechanismem a zásahy ČNB byly minimální. Intervenování z roku 2014 by se podle tvrzení Vladimíra Tomšíka mělo promítnout na míře inflace až za rok, až rok a půl, to znamená, že vývoj kurzu z roku 2014 se na inflaci promítne v roce 2015–2016. Jak již bylo zmíněno výše, v roce 2016 se míra inflace stabilizovala a ke konci roku došlo k dlouhodobému rostoucímu trendu, jež byl tak dlouho očekáván. Na základě tohoto růstu byly později v dubnu roku 2017 intervence ukončeny.

Intervenování realizované od dubnu 2016 se podle teorie transmisního mechanismu projeví na míře inflace nejdříve po dubnu 2017. Jelikož v té době již devizové intervence skončily, a navíc inflace byla v dlouhodobém rostoucím trendu směrem k inflačnímu cíli ČNB, nemělo už intervenování žádný smysl. V závěru devizových intervencí musela ČNB začít neočekávaně silně intervenovat, aby udržela svůj kurzový závazek. Důvodem posledních masivních intervencí byl veliký nátlak spekulantů. Kurzový závazek se ČNB podařilo udržet, a i přes nátlak spekulantů koruna zhodnotila pouze o 0,5 CZK/EUR (vývoj kurzu bude podrobněji analyzován v následující kapitole).

Ekonomika se během devizových intervencí nedostala do obávané deflace i přesto, že inflace klesala až k nule, čímž došlo k dezinflaci a náznaku blížící se deflace. Až na konci roku 2016, tedy po třech letech intervenování, se jí podařilo dostat do zvoleného 2 % inflačního cíle, což nakonec vedlo k opuštění kurzového závazku v dubnu 2017. Inflace se držela nad hodnotou 2 % i po celý rok 2017 a 2018. Při srovnání prognóz ČNB a skutečnosti dojdeme k závěru, že nízké hodnoty, kterých dosahovala míra inflace během devizového intervenování, nebyly plánovány, naopak se mnohokrát od sebe výrazně lišily. Hodnotit vhodnost devizových intervencí je poněkud komplikovanější vzhledem k nejistotě ohledně vývoje inflace v případě pasivity ČNB. V takovém případě je možné, že by se ekonomika dostala do obávané deflace, čemuž i napovídá srovnání očekávaného a skutečného vývoje ekonomiky.

4.4 Vývoj kurzu CZK/EUR

Hlavním předpokladem pro analýzu kurzu je, že se devizové intervenování projevovalo na kurzu CZK/EUR okamžitě a s minimálním zpožděním. Jak již bylo zmíněno, cílem devizových intervencí ČNB bylo předejít deflačnímu vývoji v ČR, a to především kvůli obavám, že by se česká ekonomika mohla dostat do deflační spirály. Nicméně intervenování, jež způsobilo oslabení kurzu koruny mělo mnohem širší ekonomické dopady, než pouze ovlivnění míry inflace.

Pro lepší přehlednost a snazší vysvětlení je k této kapitole přidaná Tabulka 5, ve které jsou zachyceny průměrné kurzy jednotlivých měsíců devizového intervenování v letech 2013–2017. V tabulce jsou některé měsíce označeny oranžovou, červenou a žlutou barvou. V měsících vyznačených oranžovou barvou ČNB intervenovala za více než 30 miliard korun a v měsících vyznačených červenou barvou intervenovala za více než 200 miliard. Žlutá barva pak značí ty měsíce, kdy byla zaznamenána záporná změna devizových rezerv, tzn. docházelo k prodávání devizových rezerv (ČNB, 2020l).

Tab. 5: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období leden 2013–prosinec 2017

Rok\měsíc	Kurz CZK/EUR	Rok\měsíc	Kurz CZK/EUR	Rok\měsíc	Kurz CZK/EUR
2013\01	25,563	2014\09	27,598	2016\05	27,026
2013\02	25,476	2014\10	27,580	2016\06	27,061
2013\03	25,662	2014\11	27,666	2016\07	27,038
2013\04	25,840	2014\12	27,634	2016\08	27,025
2013\05	25,889	2015\01	27,895	2016\09	27,021
2013\06	25,761	2015\02	27,608	2016\10	27,021
2013\07	25,949	2015\03	27,379	2016\11	27,032
2013\08	25,818	2015\04	27,443	2016\12	27,030
2013\09	25,787	2015\05	27,396	2017\01	27,020
2013\10	25,658	2015\06	27,306	2017\02	27,020
2013\11	26,925	2015\07	27,091	2017\03	27,020
2013\12	27,517	2015\08	27,041	2017\04	26,824
2014\01	27,484	2015\09	27,082	2017\05	26,564
2014\02	27,443	2015\10	27,103	2017\06	26,263
2014\03	27,394	2015\11	27,040	2017\07	26,074
2014\04	27,450	2015\12	27,026	2017\08	26,101
2014\05	27,440	2016\01	27,026	2017\09	26,075
2014\06	27,451	2016\02	27,039	2017\10	25,765
2014\07	27,457	2016\03	27,051	2017\11	25,536
2014\08	27,816	2016\04	27,031	2017\12	25,647

Zdroj: Česká národní banka, 2020p, vlastní zpracování

V listopadu 2013 došlo k zavedení devizových intervencí, což se okamžitě projevilo na změně kurzu koruny vůči euru (jak je patrné z tabulky výše), který se oproti říjnu 2013 zvedl z 25,787 na 26,925, a v prosinci téhož roku kurz už překročil stanovenou minimální hranici 27 CZK/EUR (konkrétně se vyšplhal na hodnotu 27,517 CZK/EUR).

Cílem ČNB bylo prostřednictvím devizových intervencí držet kurz nad hranicí 27 CZK/EUR. Horní hranice kurzu CZK/EUR nastavena nebyla, a proto byl kurz nad minimální hranicí 27 CZK/EUR ponechán volnému tržnímu působení. Jak je v tabulce vidět, tak kurzový cíl se ČNB dařilo držet ve všech měsících po dobu devizového intervenování. V některých měsících ČNB zaregistrovala záporné saldo devizových rezerv (žlutě označené měsíce), a to z důvodu, že se kurz držel vysoko nad hranicí 27 CZK/EUR, a proto nebylo potřeba nakupovat více deviz. Kromě měsíců května, července, září, října a listopadu 2017 kurz již nedosahoval hranice 27 CZK/EUR. Přesto docházelo k prodeji devizových rezerv, a to z logického důvodu – ČNB v dubnu 2017 ukončila kurzový závazek a následně se začala zbavovat přebytečných devizových rezerv. Po ukončení kurzového závazku začal kurz klesat a přibližovat se k původní hranici 25,50 CZK/EUR.

V některých měsících došlo k nárůstu devizových rezerv o více než 30 miliard korun. V těchto měsících mělo docházet k tendencím kurzu koruny vůči euru poklesnout pod stanovenou spodní hranici, a proto bylo potřeba, aby ČNB zvýšila nákupy deviz. Ovšem nezvyklé jsou měsíce prosinec 2014 a leden 2015, kdy ČNB silně intervenovala i přesto, že kurz byl v „bezpečné vzdálenosti“ od stanoveného cíle, tedy hodnoty 27 CZK/EUR. Veškeré hodnoty v tabulce jsou průměrem daného měsíce, a proto je potřeba se u těchto dvou měsíců podívat na průběh vývoje kurzu každého dne, jelikož se kurz mění každý pracovní den. Po kontrole těchto měsíců, nebyla zjištěna žádná výrazná tendence, která by ohrožovala spodní hranici 27 CZK/EUR. Naopak bylo zjištěno, že dne 13. ledna 2015 se kurz dokonce dostal až na hodnotu 28,410 CZK/EUR. V takovém případě je podivující rozhodnutí ČNB pro tak silné intervenování, které bylo v rozporu s tím, co prohlašovala před zahájením intervencí, tedy že nebude intervenovat v případě, že se kurz nepřiblíží ke spodní hranici kurzového závazku.

Červeně vyznačené měsíce v tabulce značí nákupy deviz ze strany ČNB za více než 200 miliard korun. Konkrétně se jedná o měsíce: listopad 2013 (224,51 mld. Kč), leden 2017 (412,295 mld. Kč), únor 2017 (241,799 mld. Kč) a březen 2017 (471,195 mld. Kč). Zde je důležité si připomenout, že dopady opatření měnové politiky ČNB mají

zpoždění 1–1,5 roku. Tedy výše zmíněné ohromné intervence, především ty ze začátku roku 2017, neměly na hlavní cíl ČNB (zvýšit inflaci a předejít hrozbě deflace) už žádný vliv, jelikož hrozba deflace byla již překonána a ekonomika se navrátila do přijatelného inflačního pásma. ČNB v těchto měsících tak mohutně intervenovala především proto, aby nedošlo k silnému posílení koruny potom, co dojde k ukončení měnového závazku, které by mohli způsobit spekulanti, kteří by se chtěli na devizových intervencích obohatit. ČNB musela tento krok podniknout a počítala s tím již od té chvíle, co se rozhodla zvolit devizové intervence jako její nástroj. Z tabulky je taky patrné, že se ČNB dařilo po celou dobu intervenování udržovat kurz koruny oproti euru ve stanovených hodnotách, tedy nad 27 CZK/EUR, čímž dodržela její základní slib. Avšak cena, kterou za to zaplatila byla bezpochyby vysoká.

Po ukončení kurzového závazku dne 6. dubna 2017 začal kurz lehce oslabovat. Nicméně i tak se do konce měsíce držel v blízkosti kurzového závazku 27 CZK/EUR. Od dalšího měsíce začal opět pomalu apreciovat a na konci roku 2017 se již dostal na hodnotu 25,647 CZK/EUR. Nejnižší hodnota byla zaznamenána v listopadu 2017, kdy se kurz dostal na hodnotu 25,536 CZK/EUR.

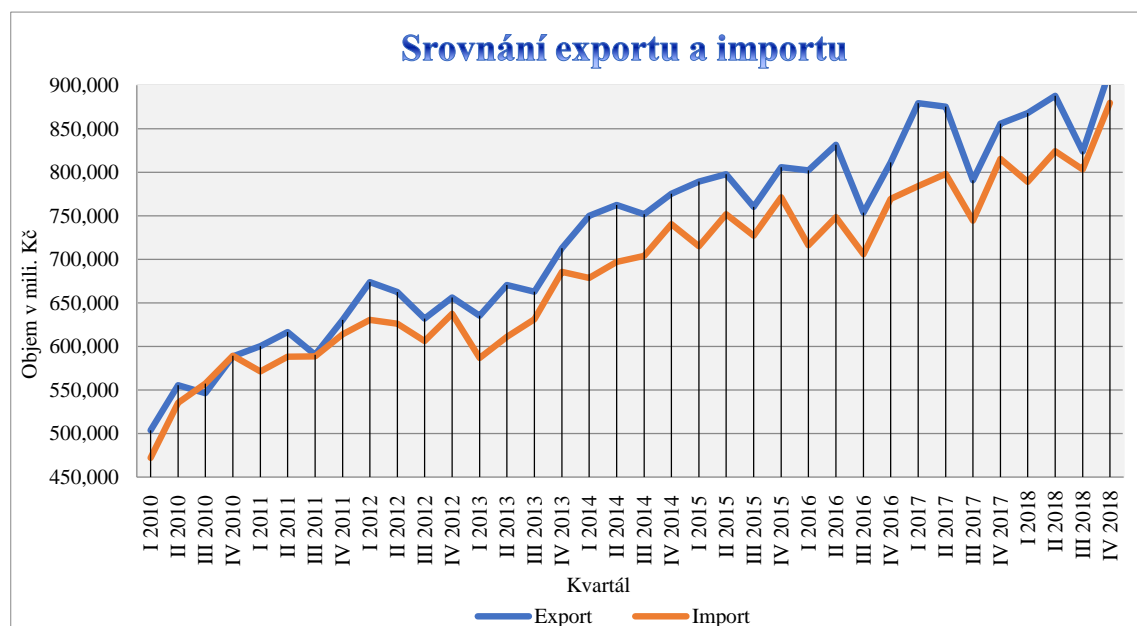
Je na místě zmínit, že s oslabováním kurzu koruny vůči euru také dochází k oslabování kurzu koruny vůči jiným měnám. Pouze oslabování koruny oproti euru je cílené, zatímco vývoj koruny vůči jiným měnám je volně pohyblivý a mění se zejména působením nabídky a poptávky na devizových trzích.

Určit účinnost devizových intervencí na změnu hodnoty kurzu je velice složité. Z předchozí kapitoly a z kapitoly 4.1 je zřejmé, že devizové intervenování má skoro okamžitý vliv na hodnotu kurzu a má minimální časové zpoždění. Přestože máme k dispozici statistiky měnového kurzu a devizových rezerv ČNB, ze kterých můžeme vyvodit kdy a jak silně ČNB intervenovala, nejsme schopni určit, co všechno a do jaké míry mělo vliv na vývoj kurzu. Kdyby ČNB zveřejňovala záznamy, jak silně intrevenuje každý den, bylo by možné spolu s údaji z kurzovního lístku alespoň trochu zanalyzovat vliv intervencí na kurz. Pro veřejnost jsou však pouze k dispozici měsíční záznamy o objemu devizových rezerv, a proto je tato analýza neproveditelná. Kromě toho nemáme možnosti, pomocí kterých bychom mohli určit např. činnost spekulantů, která představovala důležitou úlohu při vývoji kurzu během celého intervenčního období a především na jeho konci.

4.5 Vývoj exportu a importu

Kapitola o vývoji exportu a importu je do práce zařazena, protože devizové intervenování mělo, jak již bylo zmíněno v kapitole o transmisním mechanismu devizového intervenování ČNB (kapitola 4.1), prostřednictvím oslabování koruny kladně ovlivnit vývoj exportu a zároveň s tím mělo dojít k poklesu importu. Je nutno podotknout, že pokles importu nebyl očekáván tak velký, jako právě efekt posílení exportu, důvodem je omezená existence možnosti nahrazování zahraničních výrobků těmi domácími. Nicméně v případě skutečné aplikace těchto dvou jevů by mělo dojít ke kladnému ovlivnění HDP a k protideflačnímu působení. Realita byla ve skutečnosti poněkud jiná než teorie a nelze tvrdit, že by došlo k nějakým patrným změnám na straně exportu či na straně importu. Graf níže zobrazuje kvartální data exportu a importu ČR v letech 2010 až 2018. Tato data budou použita k analýze dlouhodobé vývojové tendence.

Graf 7: Porovnání exportu a importu I. Q 2010–IV. Q 2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020q, vlastní zpracování

Při prvním pohledu na Graf 7 je viditelná dlouhodobá růstová tendence exportu i importu. Při bližším pohledu lze zaznamenat prakticky jediné období, kdy růst exportu a importu stagnoval. Jedná se o období od prvního kvartálu 2012 do třetího kvartálu 2013. V posledním kvartálu roku 2013 začalo devizové intervenování, což se na grafu projevilo výrazným vzrůstem exportu i importu. Nicméně tento pozitivní šok ze

zavedení intervencí měl na export pouze krátkodobé dopady a relativně rychle se opět jeho obrovský nárůst stabilizoval, což je vidět už v druhém kvartálu 2014. Import se podobně jako export v posledním kvartálu roku 2013 výrazně zvýšil, což zcela určitě překvapilo i samotnou ČNB. Nicméně v následujícím kvartálu se na rozdíl od exportu import snížil. Poté opět následoval krátkodobý růst a relativní stabilizace. Tuto vývojovou tendenci lze vysvětlit dvěma způsoby:

1. **Pomocí makroekonomických zpoždění.** V takovém případě by se pozitivní šok ze spuštění intervencí projevil ve zvýšení exportu a poklesu importu až v prvním čtvrtletí roku 2014 (spíše později). Z čehož plyne, že by export a import začal růst v posledním kvartálu 2013 nehledě na devizové intervence, protože ty by se podle uvedené teorie projeví až později.
2. **Pomocí bezprostředního působení intervencí na export a import.** Devizové intervence byly zavedeny na začátku listopadu roku 2013, jejich dopad byl tedy pouze na dvě třetiny čtvrtého kvartálu 2013. Nicméně i dvě třetiny tvoří většinou část tohoto období. Ještě na začátku listopadu koruna okamžitě oslabila. I přes oslabení koruny import již ve čtvrtém kvartálu rostl podobně rychle jako export, což je v takovém případě zarážející.

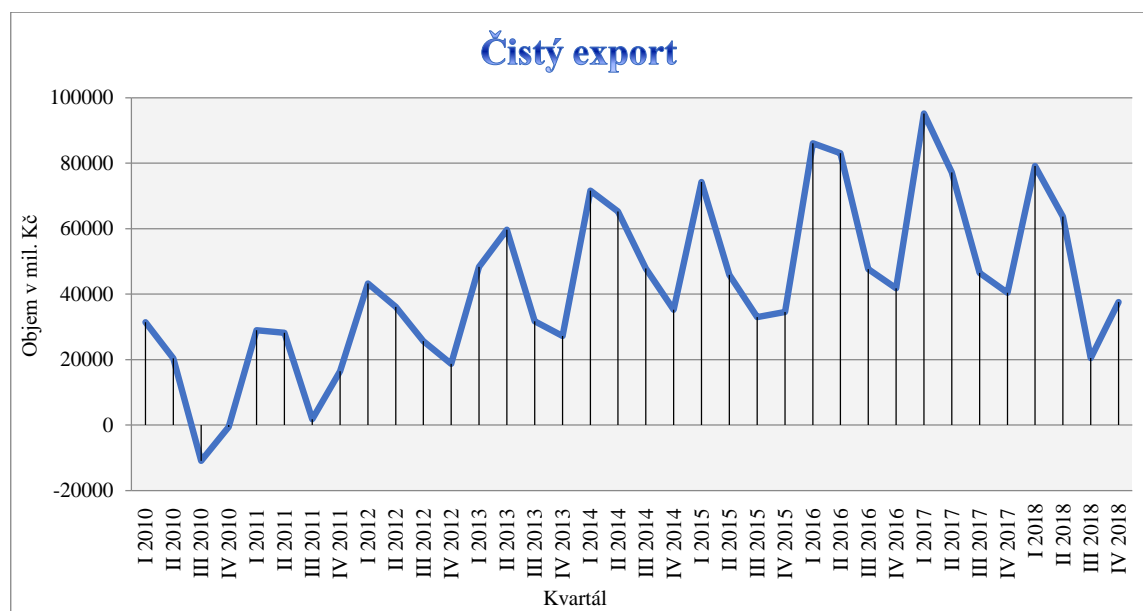
Nicméně podle Ministerstva průmyslu a obchodu zahraniční obchod v roce 2013 a 2014 pozitivně ovlivnila zejména zlepšující se evropská a světová ekonomika. Hlavním tahounem růstu exportu na konci roku 2013 a na začátku roku 2014 byl automobilový průmysl, který těžil z vyšší poptávky. Dále pak pokles cen ropy, který se promítl do růstu poptávky po automobilech a následně i do růstu vývozu (MPO, 2014).

V grafu můžeme také spatřit výrazné odchylky od dlouhodobějších trendů. Ty se vyskytovaly od posledního kvartálu roku 2014 do konce sledovaného období, tedy roku 2018. Z kapitoly o analýze vývoje kurzu CZK/EUR (kapitola 4.4) už víme, že v roce 2014 nemusely devizové intervence probíhat v takové míře, jako v ostatních letech. To se ale v následujícím roce změnilo a s tím začalo i silnější intervenování, které trvalo až do prvního kvartálu roku 2017. A právě tato skutečnost způsobila značné kolísání objemu exportu a importu okolo dlouhodobého trendu. V období, kdy kurz koruny měl vlivem tržní situace sklon posílit (což by způsobilo podle ekonomické teorie oslabení

exportu a posílení importu), ČNB intervenovala, aby ho udržela na hranici 27 CZK/EUR. Na druhou stranu, když kurz oslaboval, ČNB nijak nereagovala. Tato disharmonie trhu mohla způsobit poněkud nestabilní situaci v zahraničním obchodu ČR.

Mezi druhým a třetím kvartálem roku 2017 je na grafu vidět silný propad exportu. Abychom tento propad mohli spojit s devizovými intervencemi a s ukončením měnového závazku, po kterém následovalo zhodnocení koruny oproti euru, je potřeba podívat se zároveň i na import. Ten významně poklesl podobně jako export, ačkoliv by měl spíše posílit, jelikož vlivem apreciacie koruny se stalo zboží a služby importované z EU pro české rezidenty „levnější“, a tudíž by měl být o ně větší zájem. Problémem výše uvedeného grafu je, že obsahuje různé typy sezónních trendů. Z toho důvodu bude vhodnější využít graf čistého exportu. Jak již bylo zmíněno, devizové intervence měly posílit export a oslabit import. V takovém případě by tedy mělo dojít k značnému růstu čistého exportu. Na následujícím grafu je vidět čtvrtletní vývoj čistého exportu od začátku roku 2010 do konce roku 2018. A v případě promítnutí výše zmíněné situace do stavu ekonomiky a vývoje inflace by mělo dojít k viditelné růstové tendenci čistého exportu, která by měla být viditelná právě na tomto grafu.

Graf 8: Vývoj čistého exportu I. Q 2010–IV. Q 2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020q, vlastní zpracování

Z Grafu 8 je ale jasné, že se čistý export vyvíjel cyklicky (obdobně jako ostatní makroekonomické ukazatele). V době hospodářské krize se ekonomika dostala na své dno. Tato situace odpovídá období ekonomiky ve vrcholném stádiu recese. Po tom, co

se ekonomika dostane na své dno začíná postupně opět růst (přesně jako čistý export). Z tohoto grafu je obtížné najít nějaký významný a zřetelný vliv devizového intervenování na čistý export. V závěru této kapitoly se ještě podíváme na Graf 9, který zobrazuje objem čistého exportu od roku 2010 do roku 2018. Z tohoto grafu je zřetelná dlouhodobá růstová tendence čistého exportu ještě před spuštěním devizových intervencí.

Graf 9: Objem čistého exportu v letech 2010–2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020q, vlastní zpracování

Devizové intervenování neproběhalo v roce 2011, 2012 a ani z velké části roku 2013. I přes tuto skutečnost je z výše uvedeného grafu zřejmá růstová tendence v letech 2010 až 2014. V roce 2015 je viditelná odchylka od této roustoucí tendence v objemu čistého exportu. Vezměme tuto odchylku a srovnáme ji s měnově-politickým zpožděním 1–1,5 roku, které interpretuje dobu, během níž dojde k projevení měnových opatření do inflace. Do růstu exportu, resp. poklesu importu by se měnová opatření měla promítnout podle transmisní teorie ČNB mnohem dříve než do inflace, která je až konečným cílem transmisního mechanismu. V takovém případě patří rok 2015 mezi ty, ve kterých by se intervence zcela určitě již měly promítnout do čistého exportu, který by měl navíc podle představ ČNB růst, nikoliv klesat. V roce 2017 začal objem čistého exportu stagnovat a v roce 2018 dokonce výrazně poklesl. Pokud i tyto roky dáme do kontextu s měnově-politickým zpožděním, měly by se intervence z roku 2016 promítnout do objemu čistého exportu během roku 2017 nebo dříve, a masivní intervence ze začátku roku 2017 by se měly promítnout do čistého exportu někdy na přelomu let 2017/2018. Jak již

ale bylo řečeno, realita byla poněkud jiná. Objem čistého exportu v roce 2017 stagnoval a v roce 2018 dokonce klesal.

Námítkou proti správnosti a vypovídající hodnotě výše uvedeného grafu by mohla být absence zohlednění výše inflace domácí ekonomiky a ekonomik, z nichž pochází výrobky spojené s exportem a importem. Dále pak absence kurzu koruny oproti ostatním měnám jiným než euro. Nicméně oddělit všechny tyto faktory od čistého exportu je tak obtížné, že přesahuje rámec diplomové práce. Při výkladu grafu se předpokládá, že inflace v české ekonomice se projeví jak ve vývozu, tak v dovozu a její dopad se tak „vyruší“.

4.6 Vývoj HDP

S opětovným odkazem na transmisní mechanismus při devizovém intervenování se dostáváme po zvýšení exportu k dalšímu bodu, kterým mělo být „zvýšení inflačních očekávání a zvýšení spotřeby a investic domácností“. Poté by měl následovat „růst agregátní poptávky“. Tento makroekonomický ukazatel je těžko měřitelný. Nicméně je v úzkém vztahu s ukazatelem, o němž bude tato kapitola, tedy s hrubým domácím produktem. Při zvýšení HDP se ceteris paribus zvýší také agregátní poptávka.

Hrubý domácí produkt je makroekonomický ukazatel, pomocí něhož se měří ekonomická výkonnost země jako celku. Představuje souhrn hodnot přidaných zpracováním ve všech odvětvích ekonomiky. Je potřeba zmínit, že ČNB dokáže v krátkém období ovlivňovat vývoj HDP a míru nezaměstnanosti. V dlouhém období již na vývoj HDP a nezaměstnanosti působí také jiné faktory, které ČNB už nedokáže ovlivnit.

Všeobecně známý vzorec pro výpočet HDP **výdajovou metodou** (Finance, 2020) je:

$$\text{HDP} = C + I + G + \text{NX}$$

C = výdaje domácnosti na spotřebu

I = soukromé hrubé domácí investice

G = výdaje státu na nákup výrobků a služeb

NX = čistý export (export – import)

V předešlé kapitole bylo popsáno jaký dopad měly devizové intervence na export a import, tedy i na čistý export (NX). Co se týče spotřeby domácností, ta je závislá jak na preferencích každé jednotlivé domácnosti, tak na ochotě půjčovat si peníze na spotřebu, ale také na mzdách. Právě mzdy jsou nejlépe měřitelné z výše popsaných faktorů. Je logické, že čím více peněz člověk má, tím více může utrácet, neboli spotřebovávat. Mzdy budou analyzovány v následující kapitole, nicméně pro tuto kapitolu je podstatné, že na ně mohou působit vlivy zahraničního obchodu. Z pohledu exportu, čím více podniky vyvázejí do zahraničí (export roste), tím vyšší mají zisky, a o to více si mohou dovolit zvýšit mzdy zaměstnancům. Ti pak dají své mzdy do spotřeby a investic. Z toho vyplývá, že problematika výdajů domácností může být zčásti propojená s řešením problematiky objemu exportu.

Nyní se zaměříme na výdaje státu na nákup výrobků a služeb. Budeme brát v potaz pouze hlavní složku příjmů státu, tedy daně. Bude tedy platit, že čím více peněz stát vybere na daních, tím více může nakoupit výrobků a služeb. V období devizových intervencí byl ve většině případů státní rozpočet deficitní, nicméně byl v řádech jednotek procent, proto zde nebudou brány v potaz. Množství finančních prostředků, které stát vybere na daních je závislé na spotřebě občanů a na jejich mzdách. A jak bylo uvedeno výše, mzdy mohou být opět ovlivněny změnou v zahraničním obchodu.

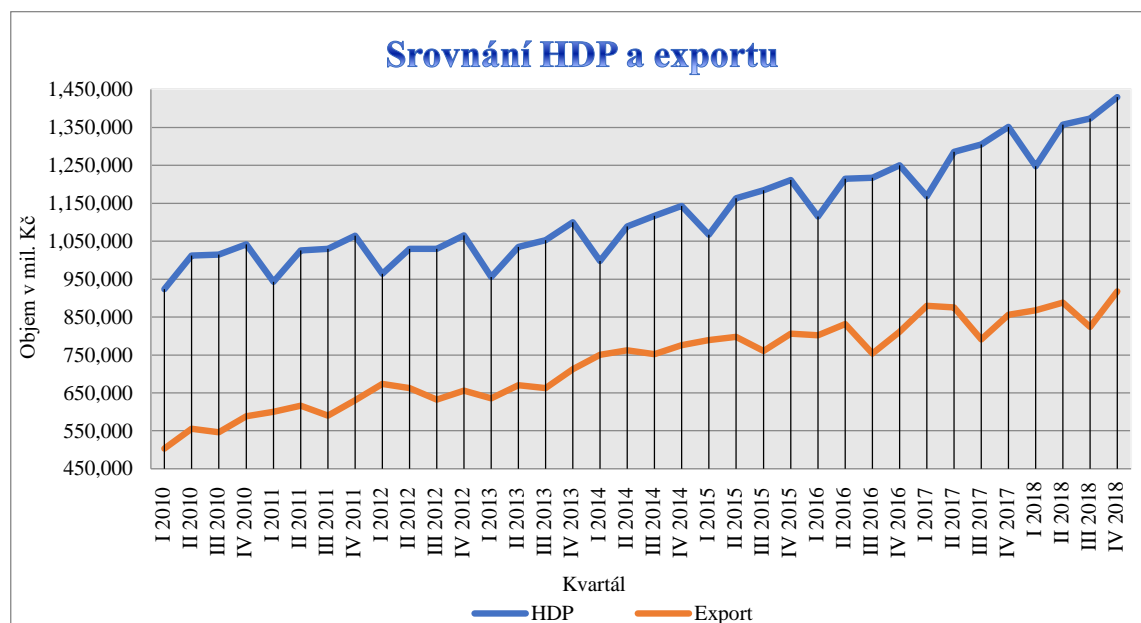
Poslední složkou jsou soukromé hrubé domácí investice. Sem patří výdaje firem na nákupy na obnovu a rozšíření zásoby kapitálu, surovin a hotových výrobků. Investování je činnost, jehož cílem je zhodnotit finanční prostředky. Principem je vložení prostředků do produktů, které se následně prodají za vyšší ceny, a díky tomu mohou investoři vykázat zisk. Zisky jsou závislé na agregátní poptávce. Je-li agregátní poptávka na nízké úrovni, znamená to, že se ekonomika potýká s problémy, lidé nevlastní dostatečné finanční prostředky ke koupi zboží a služeb a vyhlídky na lepší zítřky jsou mizivé. Investoři na to reagují snížením svých investic do produktů, protože nízká poptávka po jejich produktech znamená i nižší budoucí zisky. Z výše popsaného je tedy zřejmá souvislost mezi mzdami a mírou investic.

Jiná metoda pro výpočet HDP je **metoda důchodová**. Tu ČSÚ (2020b) popisuje následujícím způsobem:

$$\text{HDP} = \text{náhrady zaměstnancům} + \text{daně z výroby a z dovozu} - \text{dotace} + \text{čistý provozní přebytek} + \text{čistý smíšený důchod} + \text{spotřeba fixního kapitálu}$$

Důchodová metoda by se dala vysvětlit podobným způsobem jako metoda výdajová a obě tyto metody musejí vést ke stejnému výsledku. Rozdíl je, že tato metoda obsahuje důchody. Nicméně nezohledňuje všechny důchody, nýbrž jen důchody jednotlivců či firem, jejichž původ je v běžné produkci statků a služeb. Z tohoto důvodu vylučuje transferové platby (tedy důchody, které nemají charakter plateb za běžné výrobní služby). Jak již bylo zmíněno, u výdajové metody lze pomocí exportu výrazným způsobem ovlivnit výši důchodů. ČSÚ využívá tuto metodiku, z tohoto důvodu budou v nadcházejícím úseku práce použity její výstupy, které také budou znázorněny na grafu níže (ČSÚ, 2020b).

Graf 10: Srovnání HDP a exportu I. Q 2010–IV. Q 2018



Zdroj: Český statistický úřad, 2020d, vlastní zpracování

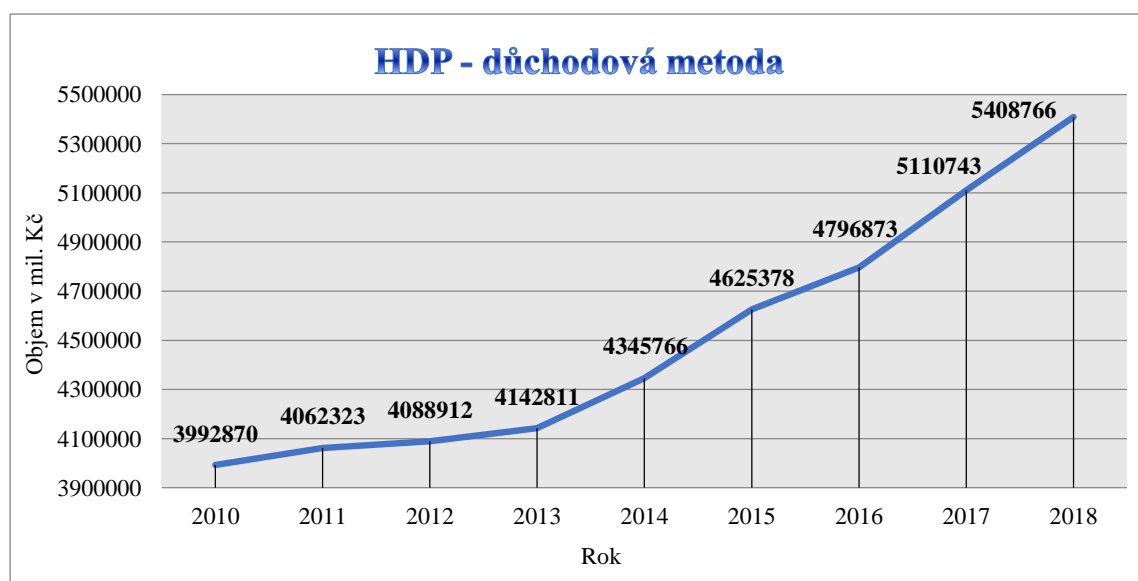
Na grafu výše je zobrazeno srovnání HDP s objemem exportu od prvního kvartálu roku 2010 do posledního kvartálu roku 2018. Korelační koeficient mezi těmito dvěma ukazateli je 0,848, což je značně vysoká korelace. Lze tedy očekávat spojitost mezi růstem jednoho ukazatele s druhým. Nicméně na grafu jsou vidět malé odchylky od dokonalé korelace. Při prvním pohledu na graf je vidět patrná růstová tendence exportu i HDP, z čehož můžeme vyvodit určitou souvislost. Nicméně podíváme-li se na graf detailněji, zjistíme, že tam jsou určité odchylky. Například v letech 2010 a 2011 lze spatřit růstový trend exportu, zatímco HDP stagnovalo. Potom v roce 2012 a v prvních třech kvartálech roku 2013 HDP i nadále stagnovalo, ale tentokrát vidíme, že stagnoval i export. Od konce roku 2013 začíná významně růst export a k němu se přidává na

začátku roku 2014 i HDP. Zde je potřeba zmínit, že devizové intervenování během roku 2014 bylo minimální. Oba tyto ukazatele výrazně rostly až do konce roku 2015. Mezi třetím kvartálem roku 2015 a třetím kvartálem roku 2016 došlo k poklesu objemu exportu z 760,161 na 753,549 miliard korun, zatímco HDP se zvýšilo z 1184,154 na 1216,961 miliard korun. Navíc během této doby byly devizové intervence mnohem silnější než v roce 2014 viz kapitola o vývoji kurzu (4.4). V tomto období tedy neplatí názor, že devizové intervenování napomáhá k rostoucímu HDP, jelikož HDP rostlo nezávisle na tomto exportu. Mezi třetím kvartálem roku 2016 a třetím kvartálem roku 2017 došlo k růstu exportu z 753,549 na 790,877 miliard korun (celkový nárůst o 3,86 %), zatímco HDP se zvýšilo z 1216,961 na 1305,042 miliard, což představuje nárůst o necelých 6 %. HDP se v tomto období tedy zvýšilo podstatně více než export (ČSÚ, 2020d).

V závěru lze tedy říci, že export nenapomáhal růstu HDP tak, jak si ČNB představovala, že bude. V některých obdobích export stagnoval (od druhého kvartálu 2014 do konce roku 2016), zatímco HDP pokračovalo v růstu. Mezi třetím kvartálem roku 2015 a třetím kvartálem roku 2016 export dokonce oslabil, zatímco HDP rostlo dále. Mezi třetím kvartálem roku 2016 a třetím kvartálem roku 2017 export vzrostl, ale HDP vzrostlo o mnohem více. V tomto kontextu je souvislost mezi růstem exportu vlivem devizového intervenování a růstem HDP poněkud sporná.

Na grafu níže je zobrazen růst HDP v letech 2010–2018.

Graf 11: HDP ČR v letech 2010–2018



Zdroj: Český statistický úřad, 2020e, vlastní zpracování

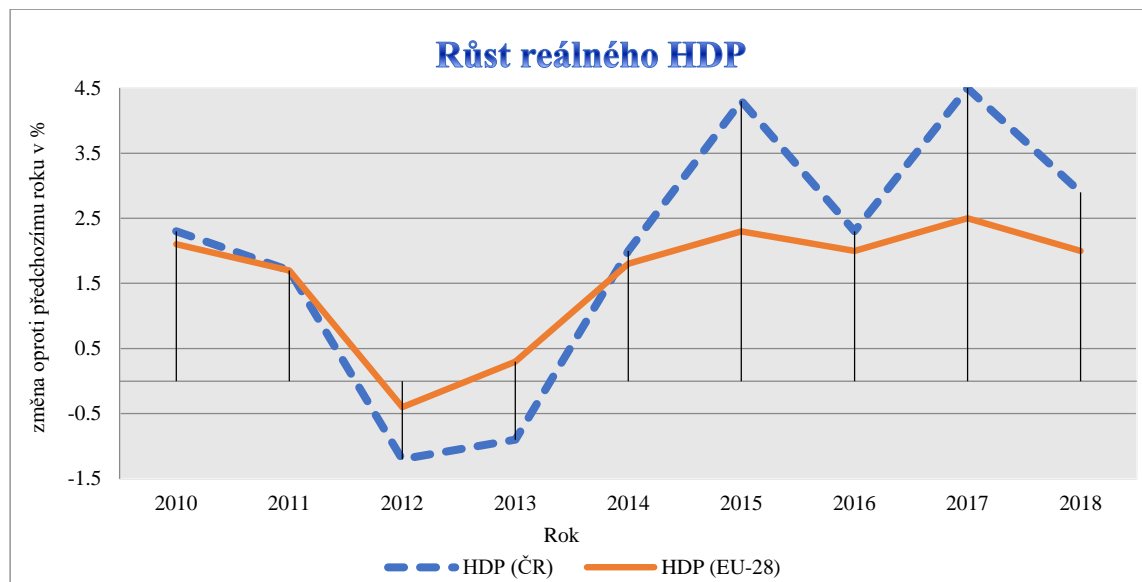
Při prvním pohledu na Graf 11 je patrný výrazný růstový trend od roku 2014 ve srovnání s předešlými roky. Jak již bylo řečeno, devizové intervence v roce 2014 probíhaly v minimální rozsahu, protože se kurz koruny oproti euru nacházel vysoko nad hranicí 27 CZK/EUR, a z toho důvodu nebylo potřeba silné intervenování, viz kapitola o vývoji kurzu CZK/EUR (4.4). Z výše uvedeného tedy vyplývá, že devizové intervenování nemohlo být příčinou růstu HDP v roce 2014. Pokud vezmeme v potaz intervence z listopadu a z prosince 2013 spolu s měnově-politickým zpožděním, je zde možnost, že se mohly projevit na vyšším HDP právě v roce 2014. Nicméně je nepravděpodobné, že by takto vysoký růst zapříčinily právě tyto dva měsíce, přihlédneme-li ke skutečnosti, že za rok 2014 byly intervence minimální, a přesto růst HDP pokračoval ve stejném rozsahu i v roce 2015. Tuto situaci navíc podtrhuje porovnání objemu čistého exportu z Grafu 9 s vývojem HDP z Grafu 11, kde je vidět, že růst HDP v období 2014–2015 pokračuje v podobném měřítku jako v období 2013–2014, zatímco čistý export v roce 2015 zaznamenal meziroční propad. Podle transmisního mechanismu ČNB by se měl dopad devizového intervenování projevit na exportu a následně by se měl promítnout do HDP. Tato událost je však v rozporu s touto teorií. V závěru lze tedy říci, že intervence k růstu ekonomiky napomohly pouze minimálně (jestli vůbec). Spíše se zdá, že by ekonomika rostla i bez nich.

Na Grafu 12 je meziroční srovnání růstu HDP v ČR s průměrem EU. Česká republika, jakožto mála otevřená ekonomika, která je závislá na zahraničním obchodu, by se měla ekonomicky vyvíjet podobně jako ekonomiky evropské unie. Více jak 80 % exportu jde do zemí EU. Je tedy logické, že ČR je na nich obchodně silně závislá.

Z grafu je na první pohled patrný propad HDP v roce 2012. ČR tuto krizi pocítila mnohem více než evropský průměr. V roce 2012 byl propad HDP ČR -1,2 %, zatímco propad HDP EU byl pouze -0,4 %. V následujícím roce HDP ČR zažilo opět propad o 0,9 %, zatímco HDP EU již meziročně vzrostlo o 0,3 %. Nicméně v roce 2014 ČR dorovnala výstup ekonomiky s průměrem evropských zemí a následně ho i překonala díky svému rychlému růstu. I přesto, že se výstup ekonomiky ČR v roce 2016 opět propadnul, držel se i tak výše než byl evropský průměr v tomtéž roce. Výrazný růst HDP ČR od roku 2014 v souvislosti se začátkem devizových intervencí v listopadu 2013 může nabývat dojmu, že právě intervenování zapříčinilo, či se významným způsobem podílelo na růstu ekonomiky ČR. Nicméně, jak již bylo vysvětleno výše,

ekonomika by pravděpodobně rostla i bez intervencí a intervence napomohly pouze minimálně nebo možná vůbec.

Graf 12: Růst reálného HDP v letech 2010–2018



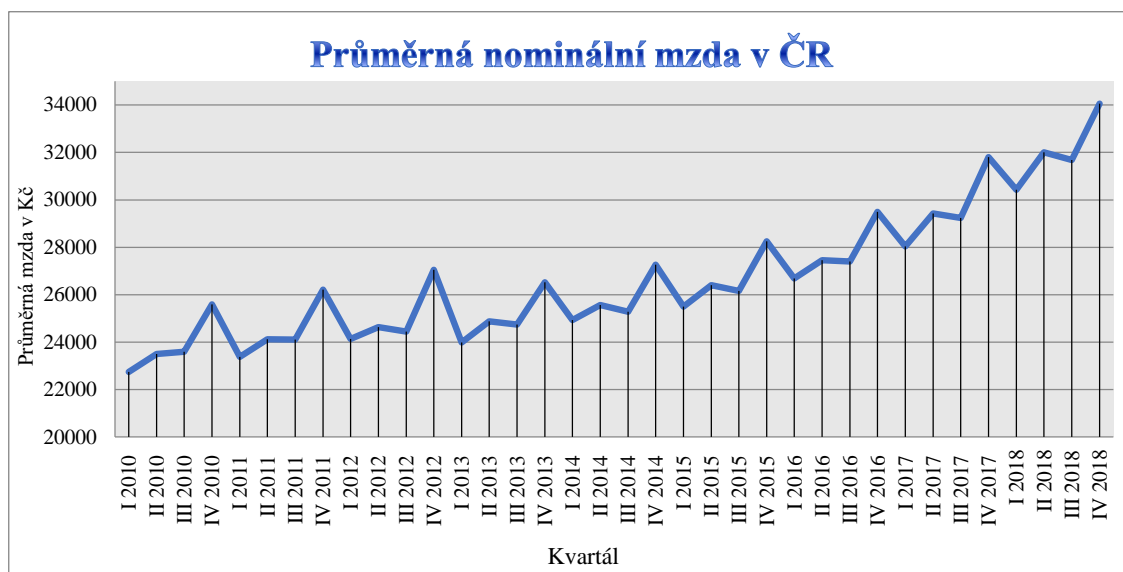
Zdroj: Eurostat, 2020, vlastní zpracování

Zajímavé jsou také prognózy ČNB týkající se vývoje HDP. Prognóza z listopadu 2013 předpovídala, že v posledním čtvrtletí roku 2013 bude meziroční růst HDP 1 %, skutečná hodnota však byla 1,2 %. Prognóza na další rok byla velice podobná té skutečné, meziroční růst HDP byl ve výši 2,1 %. V prognóze ČNB na rok 2015 byl očekáván meziroční růst 2,5 %. Skutečný meziroční růst HDP za rok 2015 byl však 4,3 %. Skutečný vývoj HDP se v roce 2016 (2,3 %) příliš nelišil od toho očekávaného. Na poslední rok devizových intervencí byla prognóza vývoje HDP 2,8 %, ve skutečnosti však došlo k meziročnímu růstu 4,6 % (ČNB, 2020m). Kromě roku 2014 a 2016 byl skutečný vývoj HDP poměrně odlišný od očekávaného, z čehož lze usoudit, že ani ČNB neočekávala takhle příznivý vývoj české ekonomiky.

4.7 Vývoj nezaměstnanosti a mezd

Dalším bodem transmisního mechanismu devizového intervenování ČNB (kapitola 4.1) by měl být růst zaměstnanosti, mezd a inflace na stejném stupni. Všechny tyto tři makroekonomické ukazatele by podle této teorie měly růst současně nebo jen s drobným zpožděním. V této kapitole bude analyzován pouze vývoj nezaměstnanosti a mezd. Na Grafu 13 je zobrazen vývoj průměrné nominální mzdy v letech 2010–2018. Tento ukazatel je pravděpodobně nejvhodnější pro analýzu vývoje mezd.

Graf 13: Průměrná nominální mzda v ČR I. Q 2010–IV. Q 2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020r, vlastní zpracování

Na první pohled je z grafu patrná růstová tendence po celé zkoumané období. Podíváme-li se ale detailněji, uvidíme určitou pravidelnost ve výrazném nárůstu průměrné nominální mzdy vždy ve čtvrtém kvartálu každého roku. Naopak výrazný pokles je vidět v prvním kvartálu každého roku zkoumaného období. Ve druhém a třetím kvartálu každého roku je vidět nejprve malý nárůst a následně zase malý pokles.

Nyní porovnáme konkrétní data, nejvhodnější způsobem bude meziroční srovnání jednotlivých kvartálů. Porovnáme-li první kvartál roku 2012 a první kvartál roku 2013, zjistíme, že průměrná nominální mzda poklesla z 24 131 Kč na 23 985 Kč. Mezi druhým kvartálem roku 2012 a druhým kvartálem 2013 došlo k malému růstu z 24 627 Kč na 24 877 Kč. A v posledním kvartálu před devizovým intervenováním, tedy ve třetím kvartálu 2013, došlo také k lehkému růstu z 24 439 Kč (III. Q 2012) na 24 735 Kč (ČNB, 2020r).

Ve větší části posledního kvartálu 2013 již probíhalo devizové intervenování. Podobně jako v prvním kvartálu 2013, tak i v posledním kvartálu 2013 došlo k poslesu průměrné mzdy z 27 055 Kč (IV. Q 2012) na 26 525 Kč (ČNB, 2020r). Nicméně nelze předpokládat, že by devizové intervence měly okamžitý vliv na výši mezd. To dokazuje i ekonomická teorie, která tvrdí, že mzdy jsou tzv. „strnulé“, reagují totiž na změny nabídky nebo poptávky příliš pomalu nebo omezeně. Jejich snížení nebo zvýšení je tedy těžké a jakákoliv změna trvá delší dobu (Rojíček, 2016). Okamžitý vliv devizových

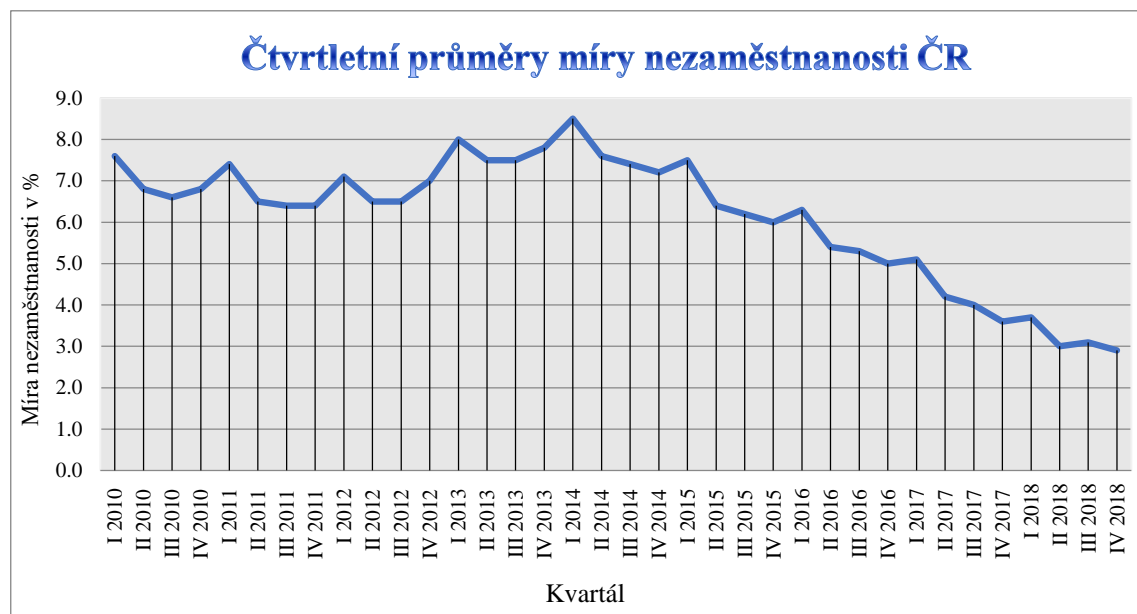
intervencí na mzdy lze také vyvrátit pomocí transmisního mechanismu devizového intervenování ČNB. V tomto transmisním mechanismu je růst mezd až na jeho konci společně s růstem inflace. A jak již bylo zmíněno, měnová opatření se projeví na inflaci se zpožděním 1–1,5 roku. Z toho vyplývá, že dopad devizových intervencí na mzdy z roku 2013 by se nejdříve projevil až na konci roku 2014. Nicméně růst mezd probíhal po celý rok 2014 a tento růstový trend trval až do konce roku 2016. Zde je potřeba připomenout, že v roce 2014 devizové intervenování bylo minimální, protože se kurz držel nad stanovenou hranicí 27 CZK/EUR, tudíž nebylo zapotřebí intervenovat. I přesto růstový trend pokračoval.

V roce 2017 a 2018 došlo ještě k intenzivnějšímu růstu než v období 2014–2016, což je na grafu krásně vidět. Masivní intervence z prvního kvartálu 2017 (tedy poslední intervence ČNB), by se podle transmisní teorie měly projevit na mzdách až v první polovině roku 2018. V té době došlo opravdu k meziročnímu růstu mezd. Mezi prvním kvartálem 2017 a prvním kvartálem 2018 se průměrné nominální mzdy zvýšily z 28 034 Kč na 30 427 Kč a mezi druhým kvartálem 2017 a 2018 došlo k růstu z 29 432 Kč na 32 003 Kč. Další významné intervenční období bylo od druhé poloviny roku 2015 až do konce roku 2016. Vezmeme-li v potaz měnově-politické zpoždění, projevil by se dopad těchto intervencí na růst mezd někdy v roce 2017. V roce 2017 skutečně došlo k výraznému růstu meziroční průměrné nominální mzdy ve všech jeho čtyřech kvartálech. Jako příklad si uveďme období mezi druhým kvartálem 2016 a druhým kvartálem 2017, kdy došlo k růstu z 27 452 Kč na 29 432 Kč.

V závěru lze říci, že intenzivnímu růstu průměrných nominálních mezd v letech 2017–2018 mohlo pomoci, připustíme-li pravdivost měnově-politického zpoždění 1–1,5 roku, právě silné intervenování, které probíhalo od druhé poloviny roku 2015 do prvního kvartálu 2017. Nicméně nelze určit do jaké míry (pokud vůbec) byl růst mezd ovlivněn devizovými intervencemi. Na druhou stranu, jak již bylo vysvětleno výše, zvýšení nominálních mezd a ani ekonomický růst v roce 2014 nemohli být ovlivněny devizovým intervenováním z roku 2013. Důvodem je opět existence měnově-politických zpoždění. Nutno dodat, že v případě neexistence měnově-politických zpoždění by mohla ČNB začít s intervencemi až ve chvíli, kdy by reálně nastala deflace, které se ČNB tak obávala. Navíc z grafu je patrný růstový trend od roku 2010 do 2018 a devizové intervenování začalo až v listopadu 2013, a navíc po celý rok 2014 bylo minimální, tudíž nemohlo být příčinou dlouhodobého růstu.

Nyní se zaměříme na míru nezaměstnanosti, její vývoj z let 2010–2018 je zobrazen na Grafu 14. Míra nezaměstnanosti se vypočítává pro každý měsíc, nicméně pro potřebu této práce a snadnější porovnání s HDP a ukazatelem mezd budou dostačující zprůměrované hodnoty tří po sobě jdoucích měsíců, čímž dojde k vytvoření průměrné míry nezaměstnanosti pro všechna čtvrtletí v roce.

Graf 14: Nezaměstnanost v ČR I. Q 2010–IV. Q 2018



Zdroj: Česká národní banka, 2020s, vlastní zpracování

Na první pohled je z grafu patrná převažující klesající tendence nezaměstnanosti od druhého kvartálu 2014. Pokud se zaměříme na období předtím, tedy od prvního kvartálu 2010 do prvního kvartálu 2014, vidíme, že se v tomto období míra nezaměstnanosti neustále pohybovala mezi 6–8 %, pouze v prvním kvartálu 2014 přesáhla hranici 8 % a dostala se na hodnotu 8,5 %. Míra nezaměstnanosti v prvním kvartálu 2014 je nejvyšší hodnotou ze sledovaného období. Naopak nejnižší hodnota byla ve čtvrtém kvartále 2018 (konec sledovaného období) ve výši 2,9 %, což je výrazný pokles od hodnoty míry nezaměstnanosti, které bylo dosaženo v prvním kvartále 2014.

Nyní porovnáme vývoj nezaměstnanosti s vývojem HDP. Jako první si uvedme období mezi prvním kvartálem 2013 a prvním kvartálem 2014, kdy míra nezaměstnanosti vzrostla z 8 % na 8,5 % a HDP se také zvýšilo z 955,889 mld. Kč na 997,951 mld. Kč. Od roku 2014 už ale nastala jiná situace, jako příklad si uvedme srovnání mezi prvním kvartálem 2014 a prvním kvartálem 2015, kdy míra nezaměstnanosti naopak poklesla z 8,5 % na 7,5 %, zatímco HDP pokračovalo v růstu, konkrétně z 997,951 mld. Kč na

1066,579 mld. Kč. Tato situace, kdy míra nezaměstnanosti klesá, zatímco HDP pokračuje ve svém růstu, trvala od roku 2014 do konce roku 2018. Z uvedeného srovnání vyplývá, že ne vždy je míra nezaměstnanosti zcela závislá na objemu HDP. Takže cílování HDP a zároveň míry nezaměstnanosti by nemuselo mít požadovaný účinek. Otázka je, zda devizové intervence měly přímější vliv na HDP nebo na míru nezaměstnanosti.

Úvaha je taková, že oslabení kurzu by se mělo projevit růstem exportu a zároveň poklesem importu, čímž by došlo k růstu čistého exportu. Růst čistého exportu se pak velmi rychle projeví ve zvýšení HDP. Naproti tomu je míra nezaměstnanosti závislá na více faktorech, tudíž je obtížnější ji ovlivnit. Mezi tyto faktory patří např. výše mezd a sociálních dávek. Nízká mzda a dosažitelnost relativně vysokých sociálních dávek může být pracovně demotivující a může být příčinou vyšší dobrovolné nezaměstnanosti (past chudoby). Dalším důležitým faktorem může být vládní politika zaměstnanosti. Dodatečné vládní výdaje mohou vytvořit pracovní místa a snížit nezaměstnanost.

Shrnutí vlivu devizových intervencí na míru nezaměstnanosti je velice podobné jako v kapitole o vývoji HDP nebo mezd. Vzhledem k transmisnímu mechanismu devizového intervenování ČNB, z něhož vyplývá měnově-politické zpoždění, nemohlo dojít vlivem devizových intervencí k poklesu nezaměstnanosti v roce 2014. Klesající trend nezaměstnanosti od roku 2014 nebyl způsoben devizovým intervenováním, ale podílelo se na něm více faktorů. Závěrem lze tedy říci, že devizové intervenování napomohlo poklesu nezaměstnanosti pouze minimálně, pokud vůbec.

4.8 Vzájemná korelace makroekonomických ukazatelů

V této kapitole bude shrnut poslední bod transmisního mechanismu, ve kterém mělo dojít nejednou ke zvýšení zaměstnanosti, mezd a hospodářského růstu, což mělo následně vést k růstu inflace. V tabulce níže je zobrazena korelační matice mezi těmito ukazateli. Ukazatele inflace a míry nezaměstnanosti musely být pro potřeby výpočtu zprůměrovány tak, aby tvořily kvartály stejně jako HDP, které je měřeno pouze čtvrtletně.

Tab. 6: Korelační matice v období I. Q 2010–IV. Q 2018

Korelační matice	HDP	Míra nezaměstnanosti	Nominální mzdy	Inflace PPRI	Inflace PISC
HDP	1	-0,896	0,960	-0,023	0,050
Míra nezaměstnanosti	-0,896	1	-0,881	-0,174	-0,345
Nominální mzdy	0,960	-0,881	1	0,120	0,153
Inflace PPRI	-0,023	-0,174	0,120	1	0,798
Inflace PISC	0,050	-0,345	0,153	0,798	1
Posouzení korelační závislosti dvou proměnných: $ 0,00 - 0,09 $ = žádná; $ 0,10 - 0,29 $ = nízká; $ 0,30 - 0,49 $ = mírná; $ 0,50 - 0,69 $ = střední; $ 0,70 - 0,89 $ = vysoká; $ 0,90 - 1,00 $ = velmi vysoká					

Zdroj: ČNB & ČSÚ, 2020, vlastní zpracování

Z korelační matice výše je vidět, že HDP, mzdy a nezaměstnanost mají vzájemnou velmi vysokou korelaci. Kladná korelace značí, že se zvyšováním hodnot jednoho znaku se zvyšují i hodnoty druhého znaku. Kladnou vysokou korelaci lze vidět např. mezi HDP a mzdou. Z toho vyplývá, že s růstem HDP rostou i nominální mzdy, nebo s růstem mezd roste HDP. Naopak záporná korelace značí, že se zvyšováním hodnot jednoho znaku se zmenšují hodnoty druhého znaku. To lze vidět např. mezi HDP a mírou nezaměstnanosti, kdy s růstem HDP klesá nezaměstnanost. V úvodu této kapitoly bylo řečeno, že zvýšením zaměstnanosti, mezd a hospodářského růstu dojde k růstu inflace. Nicméně podíváme-li se do tabulky výše, vidíme, že mezi těmito třemi ukazateli a mírou inflace je buď velmi nízká nebo žádná korelace. Vzpomeňme si, že ČNB plánovala skrze intervence podpořit ekonomiku a obnovit hospodářský růst, od kterého si slibovala, že zvýší míru inflace. Z výše uvedené korelační matice ale vyplývá, že mezi HDP a inflací v letech 2010–2018 není žádná korelace. Jinak řečeno, s růstem HDP nemá inflace tendenci ani růst, ani klesat a naopak. Korelační koeficient neudává kauzalitu, tudíž nelze určit, jestli HDP působí na inflaci, nebo inflace na HDP.

Problémem předcházejícího výpočtu korelace mezi HDP a inflací je, že se inflace měří jako poměrový ukazatel, kdy se porovnávají data z minulosti a současnosti. HDP je naopak ukazatel nepoměrový, který udává data v reálném čase. Proto v následující části práce dáme do korelační rovnice meziroční změnu HDP v procentech s inflací měřenou

pomocí metodiky PISC, která je již počítána ke stejnému období předchozího roku. Tento výpočet by měl mít lepší vypovídající hodnotu, než ten předcházející. Budou opět použita čtvrtletní data z let 2010–2018. Konkrétní data budou přiložena v příloze. Výsledkem je korelační koeficient s hodnotou **-0,343**. Tato hodnota vypovídá o mírné záporné korelaci mezi procentuální roční změnou HDP a procentuální roční změnou inflace dle metodiky PISC. Z toho vyplývá, že při růstu HDP mohlo docházet k poklesu inflace. Podobná situace nastala v prvním čtvrtletí 2015, kdy se inflace nacházela na hodnotě 0,13 % a HDP meziročně vzrostlo o 4,2 %. Toto zjištění je opět v rozporu s plánováním ČNB ohledně zvýšení míry inflace skrze hospodářský růst, který byl vyvolán devizovými intervencemi.

5 Zhodnocení dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku

V předchozí kapitole jsme zanalyzovaly dopady devizového intervenování v ČR na nejdůležitější makroekonomické ukazatele. V této kapitole shrneme všechny tyto dopady a zhodnotíme je. Předtím si ale popíšeme a zhodnotíme některé důsledky, které mohly vzniknout přijetím měnového závazku a znehodnocením koruny oproti euru.

Exportované výrobky z ČR se mohly díky znehodnocení koruny oproti euru stát pro zahraniční zákazníky cenově výhodnější, a mohla tak vzrůst i poptávka po nich. Nabízí se také možnost, kdy čeští vývozci dostanou zapláceno za své výrobky v eurech. V takovém případě (zůstane-li cena výrobku stejná jako před intervencemi) získají vývozci po převedení eur na koruny větší množství korun. Vyšší zisky vývozců znamenají vyšší mzdy a růst zaměstnanosti. Z toho vyplývá, že pro firmy zaměřené na export je devizové intervenování výhodné.

Produktivita a inovace navazují na předchozí bod. České exportní firmy se, díky uměle vytvořené výhodě v podobě oslabení kurzu, mohly zaměřit spíše na výrobu s nízkou přidanou hodnotou a vyhýbat se tak technologickým inovacím. Jinak řečeno, firmy mohly zpohodlnět, konkurovat nízkou cenou, nikoliv kvalitou a na růst vlastní produktivity a rozvíjení inovací už tolik nepohlížely. S růstem produktivity rostou i mzdy, které tak mohly být vyšší, než ve skutečnosti byly. Z výše uvedeného vyplývá, že ač devizové intervenování bylo pro exportní firmy výhodné, mohlo mít zároveň i negativní dopad v podobě poklesu produktivity a rozvoje inovací, což se v budoucnu může projevit jako konkurenční nevýhoda těchto firem a mohou zaostávat.

Importované výrobky se díky znehodnocení koruny staly dražšími než výrobky domácí, které se tak staly cenově výhodnější. To vedlo ke zvýšení poptávky po domácím zbožím a snížení poptávky po importovaném zboží, tudíž objem importu poklesl. Je tedy zřejmé, že intervenování podpořilo domácí trh. Zároveň ale znevýhodnilo lidi a firmy poptávající zahraniční výrobky (např. ty, které se u nás nevyrábějí), protože se staly dražšími.

Akvizice se staly pro zahraniční investory lákavější. Znehodnocení měny mělo v milionových a v miliardových částkách značný význam. Například nákup firmy v hodnotě 1 miliardy korun při kurzu 25,6 CZK/EUR (říjen 2013) by stál 39 062 500

eur. Stejný nákup při kurzu 27,5 CZK/EUR (prosinec 2013) by vyšel na 36 363 636 eur. Pokud tyto částky porovnáme, dostaneme rozdíl 2 698 864 euro. Při spodní hranici 27 CZK/EUR, kterou ČNB slibovala, že hodlá držet, dělal tento rozdíl 72,699 milionů korun. A to je relativně výrazná suma, o kterou se akvizice sníží. Ovšem totéž neplatilo pro české investory, kteří měli zájem investovat v zahraničí. Pro ně se naopak cena zahraničního podniku významně zvýšila. Je tedy důležité uvědomit si rozdíl mezi takhle vysokou sumou, jako je např. akvizice podniku a sumou, kterou provádí průměrný člověk. I takhle malá změna kurzu (z 25,6 CZK/EUR na 27,5 CZK/EUR) je velice znatelná při miliardových transakcích. Na druhou stranu průměrný člověk nezaregistruje nikterak výrazné kurzové rozdíly při takové změně kurzu. Nicméně česká ekonomika je především tvořena průměrnými podniky a občany. Proto by mělo mít intervenování ČNB vliv především na ně. Dopad devizových intervencí na českou ekonomiku nebyl nijak značný, jak již bylo dokázáno v předešlé kapitole. Možná kdyby mělo intervenování větší vliv právě na průměrné občany a firmy, mohlo by dojít ke splnění hlavního cíle ČNB, jímž bylo zvýšení míry inflace.

Přímé zahraniční investice (PZI) navazují na předchozí bod. Jak již bylo zmíněno, díky znehodnocení koruny se stalo investování v ČR pro zahraniční investory výhodnější. PZI mohou mít jak kladný, tak záporný vliv na ekonomiku státu. Kladný vliv souvisí s přílivem kapitálu, který zvýší zaměstnanost a podpoří ekonomiku. Záporný vliv souvisí s odlivem výnosů do zahraničí, kde mohou být i daněny, tudíž jde do státního rozpočtu méně peněz. Další záporný vliv PZI může být stagnující mzda zaměstnanců.

Kurzová stabilita přinášela lidem jistotu, jelikož se ČNB zavázala, že bude udržovat kurz nad hladinou 27 CZK/EUR. Díky tomu mohly firmy snížit své náklady spojené s plánováním, jak zabránit kurzovým ztrátám, nebo jak docílit kurzových zisků. Nicméně horní hranice nebyla stanovena a kurz nad stanovenou hladinou byl ponechán tržnímu mechanismu.

Cestovní ruch se mohl českým občanům stát méně dostupný. Došlo ke zdražení zahraničních pobytů v zemích eurozóny pro české občany, což mohlo způsobit pokles poptávky po nich a snížit příjmy cestovních kanceláří. Na druhou stranu pro obyvatele zemí eurozóny se stal pobyt v ČR dostupnější, což mohlo kladně ovlivnit např. hotely, restaurace a jejich zaměstnance.

Všechny výše uvedené dopady mohly být způsobeny zavedením devizových intervencí a s tím spojeným měnovým závazkem. Nicméně jsou obtížně měřitelné, z toho důvodu je těžké je jakkoli ověřit.

Některé makroekonomické ukazatele se vyvíjely během devizových intervencí lépe než se v prognózách ČNB předpokládalo, a jejich pozitivní vývoj byl přikládán devizovým intervencím. Nicméně z analýzy makroekonomických ukazatelů v kapitole 4 vyplývá, že se devizové intervenování projevilo pouze minimálně nebo vůbec. Mezi tyto ukazatele patří růst HDP a zaměstnanosti. Ekonomika by s největší pravděpodobností rostla nehledě na devizové intervence a na poklesu nezaměstnanosti se podílelo více faktorů, ke kterým intervence přispěly pouze minimálně. A některé ukazatel se vyvíjely naopak hůře než se v prognózách předpokládalo. Mezi tyto ukazatele patří míra inflace, jejíž růst byl hlavním cílem devizových intervencí. Skutečná inflace byla daleko nižší než se očekávalo, což mohlo být způsobeno vlivy, se kterými ČNB nepočítala. Vzhledem ale k nejistotě ohledně vývoje inflace v případě pasivity ČNB je složité říci, zda intervence měly pozitivní, neutrální nebo negativní vliv na vývoj inflace. Další ukazatel, jež neprobíhal podle očekávání ČNB, byl vývoj exportu a importu. Z analýzy vyplývá, že se čistý export vyvíjel cyklicky. Nicméně tento ukazatel je velmi specifický vzhledem ke své proměnlivosti, a proto je složité vypořádat nějaký dlouhodobější trend po zahájení devizových intervencí.

Závěr analýzy makroekonomických ukazatelů lze zrekapitulovat následovně: **Ačkoli mohly devizové intervence ČNB mít skrze transmisní mechanismus požadovaný vliv na míru inflace, jejich efekt byl ale minimální. Tento efekt nedosahoval hodnoty nákladů spojených s devizovým intervenováním.**

Náklady spojené s devizovým intervenováním byly popsány v kapitole o výsledku hospodaření ČNB. Po sečtení všech hospodářských výsledků za období devizových intervencí, tedy od roku 2013 do roku 2017, byla získána záporná suma ve výši -67,647 mld. Kč. **Z hlediska tak obrovské finanční ztráty je obtížné kladně hodnotit devizové intervence a jejich dopad na výsledky hospodaření ČNB.**

Devizové intervenování ČNB bylo již od samého počátku velice diskutované téma a vyvolávalo rozporuplné reakce. Mínění na vhodnost použití intervencí jsou velmi odlišná. Důvodem může být fakt, že ČNB nikdy předtím takhle masivně neintervenovala. Během necelých čtyř let intervenování vyčerpala na devizové intervence přes dva

bilióny korun. Dalším důvodem může být neexistence univerzální metodiky pomocí které by se dala jejich způsobilost a efektivita měřit, proto je jakýkoli pohled na ně jedinečný a svým způsobem i správný. Dokonce ani ekonomové se neshodnou nad tím, zda-li jsou devizové intervence efektivní a vhodný nástroj měnové politiky. Z toho důvodu bude vhodné uvést si některá stanoviska k dopadům devizového intervenování z pohledu odborných autorit. Pro účely této práce bude nejdůležitější zhodnocení intervencí Českou národní bankou, které bylo uvedeno na jejích webových stránkách.

ČNB uvádí, že k hodnocení efektivnosti měnového závazku je potřeba porovnávat výnosy a náklady této měnově-politické činnosti. Za výnosy považuje cenovou stabilitu, ale dodává, že je stěží kvantifikovatelná. Mezi další kladné efekty řadí ukotvenost inflačních očekávání a robustní hospodářský růst. Na straně nákladů zmiňuje kumulaci devizových rezerv a s tím spojené případné budoucí ztráty. ČNB tvrdí, že efekty kurzového závazku jsou patrné a podkládá to porovnáním reálného růstu ČR, Německa a eurozóny před a po zavedení kurzového závazku. Před zahájením intervencí došlo k poklesu reálného výstupu české ekonomiky (mezitím Německo a eurozóna se již navrátili k růstu) a k růstu došlo až po spuštění intervencí. Dále ČNB prohlašuje, že kurzový závazek pomohl dosáhnout cílové míry inflace a oživil růst ekonomiky. Podle odhadů vzrostl reálný HDP vlivem kurzového závazku o 2,5 % a nominální HDP vzrostlo až o 7 %. Také si je vědoma, že za zmíněným reálným růstem stojí kromě uvolněné měnové politiky také zahraniční poptávka a fiskální politika. Aby mohl být kvantifikován efekt kurzového závazku, je potřeba znát vývoj české ekonomiky v případě, že by nebyl zaveden. Toho lze dosáhnout pouze pomocí pokročilých identifikačních metod a modelů (ČNB, 2017c).

Analytik z České spořitelny Jiří Polanský má na devizové intervence podobný názor jako ČNB. Cituji: „*Ačkoliv v té době vystoupilo proti ČNB mnoho negativních reakcí, ve výsledku máme nyní nejnižší nezaměstnanost v EU, začaly více růst mzdy, odvrátila se hrozba deflace a cenový růst je kolem inflačního cíle. Ačkoliv na to měly vliv i další faktory, role ČNB byla jednoznačně pozitivní*“ (ČT24, 2017).

Velice kritický postoj k devizovému intervenování uvedl Institut Václava Klause. Ten zní takto: „*Ukončení intervenčního režimu ČNB vítáme slovy: včera bylo pozdě. K tomuto experimentu nikdy nemělo dojít, nebyl potřebný, byl riskantní, jeho dopady na inflaci nebyly efektivní, jeho nezamýšlené dopady například v podobě ohromného objemu korun držených dnes různými subjekty mohou škodit ještě dlouho, krátkodobé*

dopady exitu mohou narušit stabilitu kursu. Více než tři roky měnových intervencí vstoupí do českých ekonomických dějin jako nepromyšlený, chybný, nepodložený, riskantní a principiálně špatný krok, za nějž jsme už zaplatili a ještě zaplatíme. Krátkodechá podpora exportu nevedla ke správné alokaci investic a nenutila ke zvyšování efektivity, zdražení importu v reexportní ekonomice mělo pokřivující dopady na ceny a intervence navíc způsobila stagnaci mzdové úrovně u nás“ (IVK, 2017).

Ředitelka Next Finance Markéta Šichtařová má na devizové intervence kritický názor podobně jako institut Václava Klause. Cituji: „Myslím, že cena za intervence byla příliš vysoká, že jejich náklady převážily nad přínosy. Možná došlo ke krátkodobému mírnému navýšení inflace a růstu, ale v součtu z dlouhodobého hlediska byl naopak růst české ekonomiky podlomen. Dále tvrdí, že intervence donutily českou ekonomiku konkurovat nízkou cenou, nikoliv kvalitou. Tudíž společnosti se po celou dobu intervencí více specializovaly na výroby s nízkou přidanou hodnotou a vyhýbaly se technologickým inovacím“ (ČT24, 2017).

Z výše uvedených názorů je patrná nejednotnost hodnocení devizových intervencí. Nejednotnost panovala i v bankovní radě ČNB, když se hlasovalo o přijetí kurzového závazku. Čtyři členové bankovní rady (včetně guvernéra a viceguvernéra) hlasovali pro jeho přijetí a zbývajících tři členové hlasovali proti (ČT24, 2020). Problémem je, že nedokážeme určit vývoj ekonomiky bez zásahu devizových intervencí, což je klíčové pro hodnocení jejich efektivity. ČNB výše zmiňuje, že lze určit vývoj ekonomiky bez zavedení devizových intervencí, a to pomocí pokročilých indentifikačních metod a modelů. Na základě těchto metod a modelů byl efekt intervencí vyjádřen růstem HDP. Nicméně ČNB nikde nezveřejnila jak tyto modely fungují, z toho důvodu je složité ověřit správnost jejich tvrzení. Proti efektu intervencí vyjádřených růstem HDP vypovídají korelační výpočty z kapitoly 4.8. Z této kapitoly je patrná záporná korelace mezi HDP a inflací v letech 2010–2018. S růstem HDP měla inflace tendenci klesat, což je v rozporu s hlavním cílem intervencí, kterým bylo zvýšení inflace. Zmiňovat tedy růst HDP jako úspěch intervencí není relevantní ve smyslu hlavního cíle. Není tedy divu, že inflace i v období devizových intervencí klesala.

Závěrem lze tedy říci, že vývoj ekonomiky ČR před i během intervencí byl ovlivněn hospodářskými cykly, jak už mnohokrát bylo naznačeno v této práci. Nicméně je jasné, že zásahy centrální banky měly značný vliv na tyto cykly. Výrazným způsobem se v ekonomice projeví intenzivní změna diskontní sazby, jelikož úvěry a hodnota peněz

mají vliv na majoritní část lidí a firem. Na druhou stranu minimální změna, ať už v diskontní sazbě nebo v kurzu koruny oproti zahraniční měně, nemůže mít na ekonomiku nijak výrazný dopad. Příмым vlivem intervencí bylo oslabení kurzu koruny z 25,6 CZK/EUR na 27,4 CZK/EUR (pokles o 6,7 %). Vzhledem k tomu, že země eurozóny nejsou jedinými zahraničními partnery České republiky (i přesto, že tvoří převážnou část), se jedná o nevýznamné znehodnocení kurzu. Z toho důvodu nemohlo být dosaženo žádoucích výsledků. Tato drobná změna ovlivnila spíše vysoké transakce v podobě prodejů velkých českých firem zahraničním investorům nebo PZI v řádech miliónů nebo miliard korun, než-li průměrné lidi a firmy, tedy většinou část ekonomiky. Celý efekt intervencí navíc značně oslabil dobu závazku. ČNB původně plánovala ponechat intervenční režim do začátku roku 2015, ale nakonec termín jeho ukončení několikrát posunula. Intervence byly nakonec ukončeny až v dubnu 2017. Období, po které ČNB garantovala oslabenou hladinu kurzu, nebylo delší než patnáct měsíců, což je relativně krátká doba z pohledu plánování firem. Firmy tak neměly dostatek času na přenastavení mezd a cen.

Je možné polemizovat nad vývojem české ekonomiky a kurzu koruny bez zavedení intervencí, nicméně stále se bude jednat pouze o odhady. Z pohledu vývoje kurzu nelze očekávat, že by v době intervencí koruna oproti euru zhodnotila do výše, která by měla takový dopad na ekonomiku, že by se dostala do deflační spirály. O tom, že by se česká ekonomika vymanila z recese i bez kurzového zásahu ČNB napovídá i výrazný obrat ve vývoji zahraniční poptávky před zavedením intervencí, ačkoliv by mohlo ekonomice trvat o trochu déle, než by se z recese vymanila a růst HDP by byl ze začátku slabší.

Závěr

Cílem této práce bylo zhodnocení dopadů devizových intervencí České národní banky na českou ekonomiku. K naplnění tohoto cíle byla použita analýza makroekonomických ukazatelů a výsledků hospodaření ČNB v souvislosti s devizovými intervencemi. Jelikož jsou devizové intervence velice diskutované téma, které vyvolává rozporuplné reakce, a to i z řad odborných autorit, bylo vhodné zvolit takovou cestu, jejíž kritéria jsou nevyvratitelná a nestranná, narozdíl od diskuzí o vhodnosti použití intervencí. A to právě analýza trendů a porovnávání jednotlivých ukazatelů je.

V první kapitole bylo rozebráno teoretické vymezení bankovního systému a jeho druhů a centrální banky a jejích funkcí. Dále bylo v této kapitole popsáno jaký bankovní systém má Česká republika a kdo v ní zastává funkci centrální banky. Druhá kapitola seznamuje s monetární politikou, jejími cíli, charakterem, druhy a nositeli. Dále se zabývá nástroji monetární politiky a jejich využitím v ekonomice. V neposlední řadě vysvětluje transmisní mechanismy, pomocí kterých centrální banky dosahují svých cílů.

Třetí kapitola byla věnována analýze vývoje ekonomiky před spuštěním devizových intervencí. Jako první byl nastíněn vývoj světové a české ekonomiky po finanční a ekonomické krizi z roku 2008. Následně byly zanalyzovány makroekonomické ukazatele, které, podle vyjádření tehdejšího guvernéra ČNB Miroslava Singera z Výroční zprávy ČNB 2013, vedly k rozhodnutí o přijetí kurzového závazku. Dále bylo popsáno zahájení devizového intervenování a možné alternativy měnového závazku, které ČNB měla k dispozici. Čtvrtá kapitola byla zaměřena na analýzu vývoje významných makroekonomických ukazatelů jako inflace, kurz CZK/EUR, export a import, nezaměstnanost a mzdy v souvislosti s intervencemi. Předpokladem analýzy bylo ovlivňování cílů skrze určitý transmisní mechanismus, jež byl před analýzou vysvětlen. Dále kapitola obsahovala porovnání výsledků hospodaření ČNB s intervencemi.

Poslední kapitola byla věnována zhodnocení potenciálních i reálných dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku. Na základě získaných podkladů bylo zjištěno, že devizové intervence mohly skrze určitý kanál mít požadovaný efekt na míru inflace, nicméně jejich efekt byl minimální a nedosahoval hodnoty nákladů spojených s devizovým intervenováním.

Seznam použitých zdrojů

Monografické publikace

- Černohorský, J., & Teplý, P. (2011). *Základy financí*. Praha: Grada Publishing a.s.
- Drdla, M., & Rais, K. (1999). *Evropská unie: evropská integrace a bankovníctví*. Praha: Computer Press.
- Hendl, J. (2015). *Přehled statistických metod*. Praha: Portal.
- Holman, R. (2005). *Ekonomie*. Praha: C. H. Beck.
- Janáčková, S. (2015). *Lesk a bída měnové politiky: peníze tajemství zbavené?* Praha: Institut Václava Klause.
- Jílek, J. (2004). *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing a.s.
- Jílek, J. (2013). *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada Publishing a.s.
- Jurečka, V., a kol. (2017). *Makroekonomie*. Praha: Grada Publishing.
- Mandel, M., & Tomšík, V. (2008). *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press.
- Pavelka, T. (2007). *Makroekonomie. Základní kurz*. Praha: Melandrium.
- Polouček, S. (2009). *Peníze, banky, finanční trhy*. Praha: C. H. Beck.
- Reveda, Z. (2001). *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press.
- Rojíček, M., Spěvák, V., Vejmělek, J., Zamrazilová, E., & Žďárek, V. (2016). *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing.
- Samuelson, P. A., & Nordhaus, W. D. (2013). *Ekonomie*. Praha: Svoboda-Libertas.
- Slaný, A., & kol. (2003). *Makroekonomická analýza a hospodářská politika*. Praha: C. H. Beck.
- Slaný, A., & Žák, M. (1999). *Hospodářská politika*. Praha: C. H. Beck.
- Soukup, J., Pošta, V., Neset, P., & Pavelka, T. (2018). *Makroekonomie*. Praha: Management Press.
- STROUKAL, D. (2019). *Ekonomické bubliny: kdo je nafukuje, proč praskají a jak v další krizi neztratit vše*. Praha: Grada.
- Šenkýřová, B., & kol. (2010). *Bankovníctví*. Praha: Vysoká škola finanční a správní.

Elektronické zdroje

Česká národní banka (2003). *Ceny klesají*. Cit. 10.04.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ceny-klesaji-00001>

Česká národní banka (2013a). *MMF a OECD k intervencím ČNB*. Cit. 10.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/mezinarodni-vztahy/vztahy-k-mmf/mmf-a-oecd-k-intervencim-cnb/

Česká národní banka (2013b). *Inflační očekávání finančního trhu říjen*. Cit. 10.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financni-trhy/.galleries/inflacni_ocekavani_ft/inflacni_ocekavani_ft_2013/C_inflocek_10_2013.pdf

Česká národní banka (2014a). *ČNB. Výroční zpráva 2013*. Cit. 10.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2013.pdf

Česká národní banka (2014b). *Sborník článků a rozhovorů k oslabení kurzu koruny*. Cit. 10.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf

Česká národní banka (2014c). *Kurz pustíme, až nám posílení nebude vadit*. Cit. 15.04.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Kurz-pustime-az-nam-posileni-nebude-vadit-00001>

Česká národní banka (2014d). *Globální ekonomický výhled - leden*. Cit. 15.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/gev/gev_2014/gev_2014_01.pdf

Česká národní banka (2014e). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2013*. Cit. 15.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysl_edky_hospodareni_2013.pdf

Česká národní banka (2014f). *Výroční zpráva České národní banky 2013*. Cit. 15.04.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2013.pdf

Česká národní banka (2015a). *Kurzový závazek jako nástroj měnové politiky ČNB v pasti likvidity*. Cit. 20.05.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Kurzovy-zavazek-jako-nastroj-menove-politiky-CNB-v-pasti-likvidity-00001>

Česká národní banka (2015b). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2014*. Cit. 20.05.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysl_edky_hospodareni_2014.pdf

Česká národní banka (2015c). *Výroční zpráva České národní banky 2014*. Cit. 20.05.2020, dostupné z:

https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2014.pdf

Česká národní banka (2016a). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2015*. Cit. 20.05.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2015.pdf

Česká národní banka (2016b). *Výroční zpráva České národní banky 2015*. Cit. 20.05.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2015.pdf

Česká národní banka (2017a). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2016*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2016.pdf

Česká národní banka (2017b). *Výroční zpráva České národní banky 2016*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2016.pdf

Česká národní banka (2017c). *Účet za devizové intervence nám ekonomika již vystavila*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/verejnost/servis-pro-media/autorske-clanky-rozhovory-s-predstaviteli-cnb/Ucet-za-devizove-intervence-nam-ekonomika-jiz-vystavila>

Česká národní banka (2018a). *Historie ČNB. Reakce měnové politiky na dopady světové finanční a hospodářské krize*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.historie.cnb.cz/cs/menova_politika/7_cilovani_inflace/3_reakce_menove_politiky_na_dopady_svetove_financni_a_hospodarske_krize/

Česká národní banka (2018b). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2017*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2017.pdf

Česká národní banka (2018c). *Výroční zpráva České národní banky 2017*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2017.pdf

Česká národní banka (2019a). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2018*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2018.pdf

Česká národní banka (2019b). *Výroční zpráva České národní banky 2018*. Cit. 05.06.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/vyrocnizpravy/download/vyrocnizprava_2018.pdf

Česká národní banka (2020a). *O ČNB*. Cit. 23.07.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/

- Česká národní banka (2020b). *Úloha měnové politiky*. Cit. 23.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/uloha/>
- Česká národní banka (2020c). *Měnová politika*. Cit. 23.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika>
- Česká národní banka (2020d). *Proč je ČNB nezávislá?* Cit. 23.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Proc-je-CNB-nezavisla/>
- Česká národní banka (2020e). *Zákon o ČNB*. Cit. 23.07.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/legislativa/.galleries/zakony/zakon_o_cnb.pdf
- Česká národní banka (2020f). *Operace ČNB na volném trhu*. Cit. 23.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00008/>
- Česká národní banka (2020g). *Devizové rezervy a devizové intervence*. Cit. 23.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/12.-devizove-rezervy-a-devizove-intervence/>
- Česká národní banka (2020h). *Měnověpolitické nástroje*. Cit. 26.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/mp-nastroj>
- Česká národní banka (2020ch). *Dopad změn sazeb ČNB do ekonomiky*. Cit. 26.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00003/>
- Česká národní banka (2020i). *Harmonizované peněžní agregáty České republiky*. Cit. 26.07.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/metodicke-poznamky/harmonizovane-penezni-agregaty-ceske-republiky/
- Česká národní banka (2020j). *Cílování inflace v ČR*. Cit. 26.07.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/cilovani/>
- Česká národní banka (2020k). *Měnová politika při nulových úrokových sazbách*. Cit. 08.08.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/vzdelavani/menova-politika-clanky/page-00011/index.html>
- Česká národní banka (2020l). *Devizové rezervy - časová řada 2013–2020*. Cit. 08.08.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/drs_rada.htm
- Česká národní banka (2020m). *Zprávy o inflaci 2011–2018*. Cit. 08.08.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/>
- Česká národní banka (2020n). *Databáze časových řad ARAD. Devizové rezervy ČNB 2012–2018*. Cit. 08.08.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=29428&p_uka=1%2C%2C3&p_strid=ADC&p_od=201201&p_do=201812&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C
- Česká národní banka (2020o). *Jak se vyvíjela diskontní sazba ČNB?* Cit. 16.09.2020, dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/casto-kladene-dotazy/Jak-se-vyvijela-diskontni-sazba-CNB/>

Česká národní banka (2020p). *Kurzy devizového trhu – měsíční průměry*. Cit. 16.09.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni-trhy/devizovy-trh/kurzy-devizoveho-trhu/kurzy-devizoveho-trhu/prumerne_mena.html?mena=EUR

Česká národní banka (2020q). *Databáze časových řad ARAD. Platební bilance 2010–2018*. Cit. 16.09.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=3&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=43249&p_uka=5%2C6&p_strid=FCA&p_od=201001&p_do=201812&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

Česká národní banka (2020r). *Databáze časových řad ARAD. Průměrná hrubá měsíční mzda 2010–2018*. Cit. 16.09.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=3&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=21737&p_uka=1%2C2%2C3&p_strid=ACFA&p_od=201001&p_do=201812&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

Česká národní banka (2020s). *Databáze časových řad ARAD. Podíl nezaměstnaných osob na obyvatelstvu 2010–2018*. Cit. 16.09.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=21748&p_uka=1&p_strid=ACHAA&p_od=201001&p_do=201812&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C

Česká národní banka (2020t). *Roční zprávy o výsledku hospodaření ČNB 2012-2018*. Cit. 16.09.2020, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/rocnizpravy-ovysledku-hospodareni-cnb/

Česká televize (2013). *Kdo zachránil českou měnu*. Cit. 16.09.2020, dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/1119932-kdo-zachranil-ceskou-menu>

Česká televize (2017). *Vše o intervencích. ČNB si „vytiskla“ stovky miliard, otázka je, co teď s nimi*. Cit. 06.10.2020, dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/2071438-vse-o-intervencich-cnb-si-vytiskla-stovky-miliard-otazka-je-co-ted-s-nimi>

Česká televize (2020). *Odtajněné protokoly ČNB: intervence mohly začít dříve, nakonec rozhodl Hamplův hlas*. Cit. 06.10.2020, dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/3038827-odtajnene-protokoly-cnb-intervence-mohly-zacit-drive-nakonec-rozhodl-hampluv-hlas>

Český statistický úřad (2014a). *Zaměstnanost a nezaměstnanost podle výsledků VŠPS - 4. čtvrtletí 2013*. Cit. 06.10.2020, dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cr/zamestnanost-a-nezamestnanost-podle-vysledku-vsp-4-ctvrtleti-2013-4uy1rvxx64>

Český statistický úřad (2019). *Podíl nezaměstnaných osob v ČR a krajích, 2005–2019*. Cit. 06.10.2020, dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/cr_od_roku_1989_podil_nezamestnanych

Český statistický úřad (2020a). *Inflace - druhy, definice, tabulky*. Cit. 05.11.2020, dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Český statistický úřad (2020b). *Hrubý domácí produkt (HDP) - Metodika*. Cit. 06.11.2020, dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hruby_domaci_produkthdp

Český statistický úřad (2020c). *Průměrná hrubá měsíční mzda*. Cit. 06.11.2020, dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/prumerna-hruba-mesicni-mzda-graf>

- Český statistický úřad (2020d). *Hrubý domácí produkt - Časové řady ukazatelů čtvrtletních účtů. Tab_V Výdaje na hrubý domácí produkt*. Cit. 07.11.2020, dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr
- Český statistický úřad (2020e). *Databáze národních účtů. HDP Důchodová metoda*. Cit. 17.11.2020, dostupné z: http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocnkavyber.makroek_duchodm
- Eurostat (2020). *Národní účty a HDP*. Cit. 17.11.2020, dostupné z: https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=National_accounts_and_GDP/cs
- Evropská centrální banka (2020). *Všeobecné informace*. Cit. 27.11.2020, dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.cs.html>
- Finance (2020). *Jaku se počítá HDP?*. Cit. 27.11.2020, dostupné z: <https://www.finance.cz/makrodata-eu/hdp/vypocet/>
- Finanční vzdělání (2020). *Bankovní systém*. Cit. 28.11.2020, dostupné z: <https://www.financnivzdelavani.cz/svet-financi/bankovnictvi/co-je-to-bankovni-system>
- Hypindex (2020). *Záporné úrokové sazby nepřináší jen výhody. Dočkáme se jich v Česku?* Cit. 28.11.2020, dostupné z: <https://www.hypindex.cz/clanky/zaporne-urokove-sazby-neprinasi-jen-vyhody-dockame-se-jich-v-cesku/>
- Institut Václava Klause (2015). *Hana Lipovská: Padáme do deflační pasti?* Cit. 29.11.2020, dostupné z: <https://www.institutvk.cz/clanky/hana-lipovska-padame-do-deflacni-pasti.html>
- Institut Václava Klause (2017). *Konec intervencí: včera bylo pozdě*. Cit. 29.11.2020, dostupné z: <https://www.institutvk.cz/clanky/855.html>
- Ministerstvo obchodu a průmyslu (2014). *Hlavní tendence průmyslu ČR v roce 2013 a úvahy o dalším vývoji*. Cit. 29.11.2020, dostupné z: <https://mpo.cz/assets/dokumenty/51492/58561/616707/priloha002.pdf>

Seznam použitých zkratek

apod.	a podobně
atd.	a tak dále
CAD	kanadský dolar
CZK (Kč)	česká koruna
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie
EUR	euro
FED	Federální rezervní systém
GBP	britská libra
HDP	hrubý domácí produkt
např.	například
obr.	obrázek
popř.	popřípadě
Q	kvartál
tab.	tabulka
tj.	to je
tzn.	to znamená
tzv.	tak zvaný
USD	americký dolar
VH	výsledek hospodaření

Seznam tabulek

Tab. 1: Nástroje monetární politiky	19
Tab. 2: Vývoj inflace v ČR leden 2008–prosinec 2013 podle metodiky PPRI	39
Tab. 3: Srovnání VH ČNB s devizovými rezervami v letech 2012-2018	57
Tab. 4: Vývoj inflace leden 2013–prosinec 2017 podle dvou metodik měření.....	61
Tab. 5: Průměrný měsíční kurz CZK/EUR v období leden 2013–prosinec 2017	66
Tab. 6: Korelační matice v období I. Q 2010–IV. Q 2018	83

Seznam grafů

Graf 1: Vývoj inflace od ledna 2008 do října 2013.....	40
Graf 2: Vývoj meziroční míry nezaměstnanosti v letech 2005–2018.....	42
Graf 3: Vývoj průměrné hrubé mzdy v ČR v letech 2000–2013	44
Graf 4: Vývoj kurzu CZK/EUR leden 2013–prosinec 2017	47
Graf 5: Objem devizových rezerv ČNB v období I. 2013–XI. 2018	60
Graf 6: Vývoj inflace a diskontní sazby v období I. 2009–IX. 2018.....	62
Graf 7: Porovnání exportu a importu I. Q 2010–IV. Q 2018.....	69
Graf 8: Vývoj čistého exportu I. Q 2010–IV. Q 2018.....	71
Graf 9: Objem čistého exportu v letech 2010–2018	72
Graf 10: Srovnání HDP a exportu I. Q 2010–IV. Q 2018.....	75
Graf 11: HDP ČR v letech 2010–2018.....	76
Graf 12: Růst reálného HDP v letech 2010–2018.....	78
Graf 13: Průměrná nominální mzda v ČR I. Q 2010–IV. Q 2018	79
Graf 14: Nezaměstnanost v ČR I. Q 2010–IV. Q 2018.....	81

Seznam obrázků

Obr. 1: Základní transmisní mechanismy měnové politiky v tržní ekonomice	27
Obr. 2: Měnové agregáty Evropské měnové unie.....	29
Obr. 3: Transmisní mechanismus devizového intervenování ČNB.....	52
Obr. 4: Výnosy a náklady ČNB v roce 2013	56

Seznam příloh

Příloha A: Porovnání meziroční změny HDP a inflace I. Q 2010–IV.Q 2018

Příloha A: Porovnání meziroční změny HDP a inflace I. Q 2010–IV. Q 2018

Období	Meziroční změna HDP (%)	Inflace PISC (%)
I 2010	1,1	0,67
II 2010	2,4	1,17
III 2010	2,8	1,93
IV 2010	2,6	2,10
I 2011	2,8	1,73
II 2011	2,2	1,80
III 2011	1,2	1,73
IV 2011	0,6	2,40
I 2012	-0,7	3,67
II 2012	-1,0	3,40
III 2012	-1,3	3,27
IV 2012	-1,2	2,83
I 2013	-2,2	1,77
II 2013	1,2	1,53
III 2013	-1,2	1,23
IV 2013	1,2	1,13
I 2014	2,5	0,20
II 2014	2,5	0,17
III 2014	2,4	0,60
IV 2014	1,5	0,47
I 2015	4,2	0,13
II 2015	4,4	0,67
III 2015	4,5	0,40
IV 2015	4,0	0,13
I 2016	3,0	0,47
II 2016	2,6	0,27
III 2016	1,8	0,53
IV 2016	1,9	1,43
I 2017	2,9	2,43
II 2017	4,5	2,23
III 2017	5,0	2,57
IV 2017	5,5	2,63
I 2018	4,2	1,90
II 2018	2,4	2,23
III 2018	2,4	2,36
IV 2018	2,6	2,06

Zdroj: Český statistický úřad, 2020, vlastní zpracování

Abstrakt

Hruška, J. (2020). *Monetární politika v malé otevřené ekonomice* (Diplomová práce), Západočeská univerzita v Plzni, Fakulta ekonomická, Česko.

Klíčová slova: monetární politika, devizové intervence, Česká národní banka, makroekonomické ukazatele

Předmětem této diplomové práce je analýza devizových intervencí České národní banky z let 2013–2017 a jejich dopad na českou ekonomiku. První kapitola je zaměřena na vymezení pojmů bankovní systém a centrální banka. Druhá kapitola pojednává o monetární politice, o jejích nástrojích a o kanálech, skrze které centrální banka dosahuje stanovené cíle. Třetí kapitola se zaměřuje na analýzu stavu ekonomiky před zahájením devizových intervencí a na zhodnocení makroekonomických ukazatelů, které podle tehdejšího guvernéra ČNB vedly k rozhodnutí o přijetí kurzového závazku. Čtvrtá kapitola se zabývá analýzou makroekonomických ukazatelů a výsledků hospodaření ČNB v souvislosti s devizovými intervencemi. Závěrem práce je zhodnocení reálných, ale i potenciálních dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku.

Abstract

Hruška, J. (2020). *Monetary policy in a small open economy* (Master's Thesis). University of West Bohemia, Faculty of Economics, Czech Republic.

Key words: monetary policy, foreign exchange intervention, Czech National Bank, macroeconomic indicators

The objective of the thesis is to analyze foreign exchange intervention of the Czech National bank between years 2013–2017 and its impact on the Czech economy. The first chapter is oriented towards the definition of the terms of bank and banking system. The second chapter is focused on the monetary policy and its tools and channels through which the National Bank is achieving its goals. The following chapter includes the analysis of the condition of the economy before the foreign exchange intervention was launched and on the evaluation of macroeconomic indicators that were important for its launching according to the then governor of the Czech National Bank. The fourth chapter is focusing on the analysis of macroeconomic indicators during the foreign exchange intervention. In the fifth and last chapter the potential and real impacts of the foreign exchange intervention on the Czech economy are evaluated.