



# Dopad kurzových změn CZK na ekonomické výsledky vybraného českého exportního podniku

## Diplomová práce

*Studijní program:*

N6208 Ekonomika a management

*Studijní obor:*

Podniková ekonomika

*Autor práce:*

**Bc. Vít Čermák**

*Vedoucí práce:*

prof. Ing. Jiří Kraft, CSc.

Katedra ekonomie





## Zadání diplomové práce

(projektu, uměleckého díla, uměleckého výkonu)

*Jméno a příjmení:* **Bc. Vít Čermák**  
*Osobní číslo:* E17000363  
*Studijní program:* N6208 Ekonomika a management  
*Studijní obor:* N6208T085 – Podniková ekonomika  
*Zadávající katedra:* katedra ekonomie  
*Vedoucí práce:* prof. Ing. Jiří Kraft, CSc.  
*Konzultant práce:* Ing. Luděk Čermák  
ROBIN - BABY, s. r. o., Jednatel společnosti

*Název práce:* **Dopad kurzových změn CZK na ekonomické výsledky vybraného českého exportního podniku**

### Zásady pro vypracování:

1. Evropský devizový trh.
2. Monetární politika ČNB od roku 2013.
3. Dopady jednostranného kurzového závazku ČNB na makroekonomické ukazatele České republiky.
4. Dopady jednostranného kurzového závazku ČNB na ekonomické ukazatele vybraného podniku.
5. Formulace závěrů a zhodnocení výzkumných otázek.

Seznam odborné literatury:

- KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslav ŠOLTÉS. 2017. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0680-6.
- MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. 2016. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press. ISBN 978-807-2612-817.
- MINENNA, Marcello. 2016. *The incomplete currency: the future of the euro and solutions for the Eurozone*. Chichester, West Sussex, United Kingdom: WILEY. ISBN 978-111-9019-091.
- PROQUEST. 2018. *Databáze článků ProQuest* [online]. Ann Arbor, MI, USA: ProQuest. [cit. 2018-09-30]. Dostupné z: <http://knihovna.tul.cz/>
- VEBER, Jaromír a Jitka SRPOVÁ. 2012. *Podnikání malé a střední firmy*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4520-6.

Rozsah práce: min. 65 normostran  
Forma zpracování: tištěná / elektronická  
Datum zadání práce: 1. října 2018  
Datum odevzdání práce: 31. srpna 2020

prof. Ing. Miroslav Žížka, Ph.D.  
děkan Ekonomické fakulty



prof. Ing. Jiří Kraft, CSc.  
vedoucí katedry

V Liberci dne 31. října 2018

## Prohlášení

Byl jsem seznámen s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., o právu autorském, zejména § 60 – školní dílo.

Beru na vědomí, že Technická univerzita v Liberci nezasahuje do mých autorských práv užitím mé diplomové práce pro vnitřní potřebu Technické univerzity v Liberci.

Užiji-li diplomovou práci nebo poskytnu-li licenci k jejímu využití, jsem si vědom povinnosti informovat o této skutečnosti Technickou univerzitu v Liberci; v tomto případě má Technická univerzita v Liberci právo ode mne požadovat úhradu nákladů, které vynaložila na vytvoření díla, až do jejich skutečné výše.

Diplomovou práci jsem vypracoval samostatně jako původní dílo s použitím uvedené literatury a na základě konzultací s vedoucím mé diplomové práce a konzultantem.

Současně čestně prohlašuji, že texty tištěné verze práce a elektronické verze práce vložené do IS/STAG se shodují.

19. prosince 2019

Bc. Vít Čermák

# **Anotace**

Cílem této diplomové práce, která nese název „Dopad kurzových změn CZK na ekonomické výsledky vybraného českého exportního podniku“ je vymezit a pochopit důvody, které vedly ČNB k vyhlášení jednostranného kurzového závazku ve výši 27 CZK/EUR, dále na základě vývoje vybraných ekonomických ukazatelů zhodnotit vývoj české ekonomiky před, během a po ukončení tohoto závazku a v konečné fázi zhodnotit dopady kurzového závazku na ekonomické výsledky vybraného podniku, kterým je společnost ROBIN-BABY, s.r.o.

Tato diplomová práce je rozdělena do dvou hlavních částí. První z nich je část teoretická, která se v rámci první kapitoly zabývá teorií měnového kurzu, devizového trhu a měnové politiky v čele s centrální bankou.

Druhá část této diplomové práce, praktická, začíná s druhou kapitolou, která je s pomocí vybraných makroekonomických ukazatelů zaměřena na rozbor hospodářského vývoje České republiky, a to konkrétně od roku 2003, rok před vstupem České republiky do Evropské unie. Třetí kapitola se věnuje analýze dopadů změn kurzu na ekonomické výsledky vybraného podniku, využívaným metodám zajištění podniku proti kurzovému riziku a v poslední části zhodnocení dopadu kurzových změn na ekonomické výsledky podniku.

## **Klíčová slova**

Měnový kurz, devizový trh, centrální banka, kurzový závazek, kurzové riziko, ROBIN-BABY, s. r. o.

# Annotation

The aim of this thesis, which is entitled "The Impact of CZK Exchange Rate Changes on the Economic Results of a Selected Czech Export Enterprise" is to define and understand the reasons that led the ČNB to declare a one-sided exchange rate commitment in value of 27 CZK/EUR, further on the basis of the evolution of selected economic indicators to evaluate the progress of the Czech economy before, during and after the end of this commitment and in the final phase to evaluate the impact of the exchange rate commitment on the economic results of the selected company ROBIN-BABY, s. r. o.

This thesis is divided into two main parts. The first is the theoretical part, which in the first chapter deals with the theory of exchange rate, foreign exchange market and monetary policy headed by the central bank.

The second part of this thesis, the practical one, begins with the second chapter, which with the support of selected macroeconomic indicators focuses on the analysis of economic development in the Czech Republic, concretely since year 2003, just a year before the Czech Republic joined the European Union. The third chapter deals with the analysis of the impact of exchange rate changes on the economic results of the selected company, further with the methods used by the company to hedge against exchange rate risk and in the last part with the evaluation of the impacts of exchange rate changes on the economic results of the company.

## Key words

Exchange Rate, Foreign Exchange Market, Central Bank, Exchange Rate Commitment, Exchange Rate Risk, ROBIN-BABY, s. r. o.

## **Poděkování**

Rád bych na tomto místě poděkoval svému vedoucímu prof. Ing. Jiřímu Kraftovi, CSc. za odborné vedení mé diplomové práce, za jeho trpělivost a vstřícnost.

# Obsah

Seznam ilustrací.....	10
Seznam tabulek.....	11
Seznam zkratk.....	12
Úvod .....	13
1 Měnový kurz.....	14
1.1 Kurzové režimy.....	15
1.2 Teorie měnového kurzu .....	17
1.2.1 Fundamentální analýza.....	18
1.2.2 Teorie parity kupní síly .....	19
1.3 Devizový trh .....	22
1.3.1 Klientský a mezibankovní trh.....	22
1.3.2 Subjekty devizového trhu .....	23
1.4 Měnová politika centrální banky .....	24
1.4.1 Funkce centrální banky.....	25
1.4.2 Nástroje měnové politiky .....	28
1.4.3 Cíle měnové politiky .....	29
1.4.4 Cílování inflace .....	30
1.4.5 Hrozba deflace.....	31
2 Jednostranný kurzový závazek České národní banky mezi lety 2013-2017 .....	32
2.1 Ekonomika České republiky před listopadem 2013 .....	32
2.1.1 HDP .....	33
2.1.2 Inflace .....	34
2.1.3 Nezaměstnanost.....	36
2.1.4 Úrokové sazby .....	38
2.1.5 Platební bilance zahraničního obchodu .....	39
2.1.6 Měnový kurz CZK/EUR.....	40
2.2 Vývoj české ekonomiky během kurzového závazku ČNB v letech 2013-2017... 42	
2.2.1 Vývoj inflace .....	44
2.2.2 Vývoj platební bilance zahraničního obchodu .....	46
2.2.3 Vývoj nezaměstnanosti.....	48
2.2.4 Vývoj úrokových sazeb .....	50
2.2.5 Vývoj měnového kurzu CZK/EUR a devizových rezerv .....	51



2.2.6	Vývoj HDP .....	53
2.2.7	Zhodnocení kurzového závazku .....	56
3	Dopady změn devizových kurzů na ekonomické výsledky podniku .....	63
3.1	Kurzové riziko .....	63
3.2	Přístupy k řešení devizové expozice .....	66
3.2.1	Základní přístupy .....	66
3.2.2	Externí metody .....	67
3.2.3	Interní metody .....	69
3.3	Dopady změn devizových kurzů na ekonomické výsledky podniku ROBIN-BABY, s.r.o. 71	
3.3.1	Vývoj výnosů plynoucích ze zahraničního obchodu.....	73
3.3.2	Vývoj nákladů plynoucích ze zahraničního obchodu.....	77
3.3.3	Zajištění proti kurzovému riziku .....	79
3.4	Zhodnocení dopadů kurzového závazku ČNB na ekonomické výsledky podniku ROBIN-BABY, s.r.o. ....	83
	Závěr.....	88
	Seznam literatury.....	92
	Online zdroje .....	93

# Seznam ilustrací

Obr. 1.1: Základní klasifikace systémů měnového kurzu .....	16
Obr. 2.1: Meziroční růst HDP v období 2000-2013 (v %) .....	33
Obr. 2.2: Celková inflace dle PISC v období 2000-2013 (v %).....	34
Obr. 2.3: Prognóza celkové inflace – porovnání základního scénáře a scénáře používání kurzu (meziročně v %) .....	36
Obr. 2.4: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v období 2000-2013 (v %) .....	37
Obr. 2.5: Úrokové sazby ČNB v období 2000-20113 (v %).....	39
Obr. 2.6: Import a export v období 2005-20113 (v mil. CZK, sezónně očištěná data).....	40
Obr. 2.7: Měnový kurz CZK/EUR v období 2000-2013 .....	41
Obr. 2.8: Devizové rezervy ČNB v období 1/2000-10/2013 (v mil. CZK).....	42
Obr. 2.9: Celková inflace dle PISC za období 2013-2018 (v %) .....	46
Obr. 2.10: Import a export v období 2013-2018 (v mil. CZK, sezónně očištěná data).....	47
Obr. 2.11: Platební bilance za období 2012-2018 (v mil. CZK, sezónně očištěná data)....	47
Obr. 2.12: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v období 2013-2018 (v %) .....	49
Obr. 2.13: Úrokové sazby ČNB v období 2013-20118 (v %).....	50
Obr. 2.14: Měnový kurz CZK/EUR v období 2013-2018.....	51
Obr. 2.15: Devizové rezervy ČNB v období 2013-2018 (v mil. CZK).....	52
Obr. 2.16: Meziroční růst HDP v období 2013-2018 (v %) .....	55
Obr. 3.1: Vztah mezi ekonomickou a transakční devizovou expozicí .....	65
Obr. 3.2: Podíl výnosů ze zahraničního a domácího obchodu v období 2004-2018 (v %). 73	
Obr. 3.3: Výnosy ze zahraničního obchodu v období 2004-2018 (v €) .....	74
Obr. 3.4: Podíl odběratelů na výnosech ze zahraničního obchodu v období 20013-2018 (v %) %) .....	75
Obr. 3.5: Vývoj kurzu USD/EUR v období 20013-2018 (v %) .....	76
Obr. 3.6: Podíl nákladů z provozní činnosti ze zahraničí v období 2004-2018 (v %) .....	78
<i>Obr. 3.7: Náklady z provozní činnosti ze zahraničí v období 2004-2018 (v €).....</i>	<i>79</i>
Obr. 3.8: Podíl dodavatelů na nákladech z běžné činnosti za období 20013-2018 (v %) ...	80
Obr. 3.9: Kurzové rozdíly za období 2005-2018 (v CZK) .....	83
Obr. 3.10: Vývoj kurzu PLN/EUR v období 2013-2018.....	84
Obr. 3.11: Rozdíl ve výnosech a nákladech z provozní činnosti ze zahraničí podle reálného kurzu a kurzu 25,69 v období 2004-2017 (v CZK) .....	85

Obr. 3.12: Rozdíl ve výnosech z provozní činnosti ze zahraničí podle reálného kurzu a kurzu 25,69 očištěný o rozdíl v nákladech z provozní činnosti ze zahraničí podle reálného kurzu a kurzu 25,69 v období 2004-2017 (v CZK) .....	86
Obr. 3.13: Vývoj kurzu PLN/EUR v období 2013-2018.....	87

## Seznam tabulek

Tab. 2.1: Průměrná hrubá měsíční mzda za období 2000-2013 .....	37
Tab. 2.2: Vývoj úrokových sazeb za období 2008-2012 (v %).....	38
Tab. 2.3: Průměrná hrubá měsíční mzda za období 2013-2018 .....	49
Tab. 2.4: Náklady a výnosy ČNB v roce 2013 (v mil. CZK).....	58
Tab. 2.5: Náklady a výnosy ČNB v roce 2017 (v mil. CZK).....	59
Tab. 3.1: Základní přístupy k řízení kurzového rizika .....	66
Tab. 3.2: Pevný a průměrný roční kurz EUR/CZK za období 2005-2018 (v CZK) .....	82

## Seznam zkratek

CB – centrální banka

CZK – Koruna česká

ČNB – Česká národní banka

ECB – Evropská centrální banka

EUR – Euro

Forex – Foreign Exchange Market

FED – Federal Reserve System

HDP – hrubý domácí produkt

pb – procentní bod

PLN – Polský zlotý

USD – Americký dolar

# Úvod

Tato diplomová práce má za cíl analyzovat dopady změny kurzu CZK na ekonomické výsledky českého exportního podniku ROBIN-BABY, s.r.o. od roku 2004, kdy Česká republika vstoupila do Evropské unie, především s důrazem na období mezi roky 2013 a 2017, kdy se Česká národní banka zavázala k jednostrannému kurzovému závazku 27 CZK/EUR, který udržovala pomocí devizových intervencí.

První kapitola vymezuje teorii měnového kurzu, spolu s důrazem na měnovou politiku centrální banky, která může mít výrazný vliv na vývoj měnového kurzu.

Druhá kapitola se věnuje ekonomickému vývoji České republiky těsně před vstupem do Evropské unie a nastiňuje tak ekonomické prostředí, v kterém působil vybraný český podnik. První část kapitoly se pomocí rozboru vývoje makroekonomických ukazatelů zabývá situací české ekonomiky před listopadem 2013 a snaží se odůvodnit, proč v tomto měsíci ČNB zvolila právě kurzový závazek spolu s devizovými intervencemi k uvolnění měnové politiky. Druhá část kapitoly posléze rozebírá vývoj ekonomických ukazatelů během a po ukončení kurzového závazku a jeho celkový přínos na českou ekonomiku.

Závěrečná kapitola se věnuje analýze dopadů změn devizového kurzu na ekonomické výsledky vybraného podniku. K tomuto účelu jsou použita účetní data podniku, na jejichž základě je analyzováno, které devizové páry a do jaké míry ovlivňují ekonomické výsledky podniku. Dále kapitola obsahuje informace o tom, jak vybraný podnik řídí své kurzové riziko a v neposlední řadě jaké přímé a nepřímé dopady měl kurzový závazek ČNB na ekonomické výsledky tohoto podniku.

# 1 Měnový kurz

První kapitola této diplomové práce vymezuje teorii měnového kurzu. V úvodní části je popsán samotný princip měnového kurzu a vývoj přístupu odborné veřejnosti k jeho teorii. Jelikož je měna brána jako komodita, i ona musí mít své vlastní „místo“, kde se s ní dá obchodovat, a tím je devizový trh. Druhá část je tedy věnována popisu devizového trhu. Závěrečná část kapitoly se věnuje měnové politice centrálních bank, která je klíčová pro vývoj devizových kurzů.

Měnový kurz je číselná proměnná, která dle Taušera (2007, s. 7) vyjadřuje „*cenu jedné měny vyjádřenou v jednotkách měny druhé*.“ Taušer (2007) dále zmiňuje, že základní vztahy na měnovém trhu se řídí stejnými principy jako vztahy na trhu ostatních komodit. Růst poptávky po dané měně zvyšuje její hodnotu vůči jiné měně, růst nabídky naopak její hodnotu vůči jiné měně snižuje. Zároveň samozřejmě platí, že pokles poptávky po dané měně snižuje hodnotu této měny, pokles nabídky ji naopak zvyšuje. Hodnota měny je tedy vyjádřena právě měnovým kurzem.

Měnový kurz může být vyjádřen dvěma způsoby, a to přímou a nepřímou kotací. Zápis v přímé kotaci vyjadřuje počet jednotek domácí měny potřebný na nákup jedné jednotky zahraniční měny. Zápis ceny jednoho eura v této kotaci bude v podobě 26 CZK/EUR. Opačně platí zápis v nepřímé kotaci, který udává počet jednotek zahraniční měny potřebný na nákup jedné jednotky měny domácí, tedy 0,039 EUR/CZK. Růst hodnoty domácí měny se nazývá oslabením (depreciace), naopak pokles této hodnoty posílením (apreciace). (Taušer, 2007)

Teorie měnového kurzu rozlišuje nominální a reálný kurz. Nominální měnový kurz je jednoduše definován jako počet jednotek domácí měny, za které lze nakoupit jednotku měny zahraniční. Naopak reálný měnový kurz je definován jako podíl cenové hladiny v zahraničí a domácí cenové hladiny, kde zahraniční cenová hladina je převedena na jednotky domácí měny přes stávající nominální měnový kurz, tedy reálný měnový kurz vyjadřuje skutečnou kupní sílu domácí měny vůči měně zahraniční. (Neumann, 2010) Podrobněji je teorie reálného kurzu rozebrána v oddíle zabývajícím se fundamentální analýzou.

## 1.1 Kurzové režimy

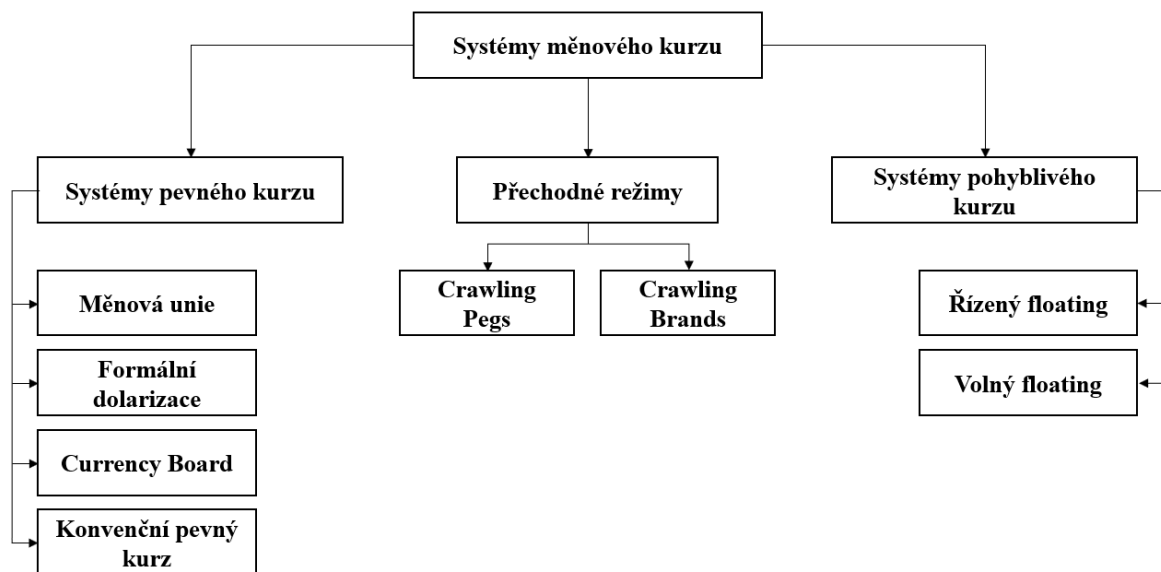
Jak zdůrazňuje Soukup (2018), zásadním faktorem ovlivňujícím devizový kurz každé měny je institucionální rámec pravidel, který je uplatňován zodpovědnými centrálními měnovými autoritami. Tento rámec pravidel se nazývá kurzový režim a zjednodušeně určuje dvě extrémní možnosti řízení měnového kurzu, a to, zda kurz může zcela volně reagovat na nejrůznější ekonomické šoky, které devizový trh zasahují, či zda na tyto podněty reagovat nemůže vůbec.

Samozřejmě centrální banky svůj režim až na výjimky nestaví striktně na fixním nebo flexibilním režimu, často ho také mohou podle potřeby přizpůsobovat k jednomu z výše uvedených extrémů, a tak může být složitější kurzový režim zařadit.

Nejobecněji lze dle Taušera (2007) rozdělit měny na směnitelné a nesměnitelné. S nesměnitelnými měnami není obchodováno na mezinárodním měnovém trhu a jejich kurz je tedy stanoven na základě administrativního rozhodnutí. Ekonomika s nesměnitelnou měnou je tak do značné míry izolována od okolního světa, což z pravidla vede k neefektivnímu fungování domácích firem.

Směnitelné měny naopak jsou obchodovány na mezinárodním měnovém trhu a jejich kurzy jsou tedy tvořeny interakcí nabídky a poptávky na měnovém trhu. U směnitelných měn jsou měnové režimy rozděleny do dvou skupin na měny s pevným a pohyblivým kurzem, viz obrázek 1.1.

Třetí uvedenou skupinou jsou režimy přechodné, které jsou hybridem mezi oběma zmíněnými skupinami. Vzhledem k vybranému tématu se tato diplomová práce dále věnuje problematice měnového kurzu pouze směnitelných měn.



Obr. 1.1: Základní klasifikace systémů měnového kurzu  
Zdroj: vlastní zpracování dle (Taušer, 2007, s. 27)

Jak dále uvádí Taušer (2007), u měn s pevným kurzem vyhláší centrální paritu a pásma oscilace převážně centrální banka. Pokud se kurz měny pohybuje v pásmech oscilace, centrální banka zpravidla nezasahuje, pokud však má měnový kurz tendenci opustit příslušná oscilační pásma, centrální banka musí na měnovém trhu intervenovat na devizovém trhu tak, aby zabránila přílišné apreciaci či deprecii měny. Centrální parita je chápána jako vyhlášení kurzu vůči jedné měně nebo vůči koši vybraných měn, které v koši zastávají určitý podíl. Domácí měna poté musí být stabilní vůči celému koši. V případě oficiální změny centrální parity měna devaluje nebo revaluje. Příliš časté změny oficiální parity na jednu stranu snižují kredibilitu vyhlášeného systému pevného kurzu, na stranu druhou umožňují pružnější přizpůsobení měnového kurzu tržním faktorům. Co se týče oscilačních pásem, čím jsou užší, tím častěji musí centrální banka za jinak stejných podmínek intervenovat na devizovém trhu a snižovat tak autonomii své měnové politiky. Na druhou stranu užší pásma oscilace zabezpečují stabilnější měnový kurz.

V rámci plovoucího (floating) měnového kurzu banka nevyhláší centrální paritu ani oscilační pásma. V případě čistého floatingu nechává vývoj měnového kurzu čistě na střetu nabídky s poptávkou po měně na devizovém trhu. (Taušer, 2007)

Pohyb kurzu je ovlivněn množstvím faktorů. V dlouhém horizontu plovoucí kurz úzce souvisí s platební bilancí. V krátkém horizontu je kurz ovlivněn především spekulací a bývá



silně nestálý, jelikož trh jen obtížně nachází rovnovážný měnový kurz, a tedy dochází k jeho silným výkyvům. Tyto výkyvy jsou nežádoucí, protože negativně ovlivňují ekonomické subjekty. Z tohoto důvodu se některé centrální banky, včetně ČNB, uchylují k řízenému plovoucímu měnovému kurzu a snaží se tyto výkyvy minimalizovat. Nejčastěji k tomu využívají slovní či devizové intervence a řízení úrokových měr, díky kterým nepřímo oslabují či posilují domácí měnu. (Neumann, 2010) Měnová politika centrálních bank je podrobněji rozebrána v kapitole 1.5.

## 1.2 Teorie měnového kurzu

Pro účastníky trhu (kteří jsou podrobněji popsáni v podkapitole 1.4.2), jsou zásadní dvě spolu související otázky. Především tvůrci měnové politiky se snaží stanovit, jaký by měl být rovnovážný kurz jejich měny a poté je pro všechny účastníky trhu klíčová informace, jaký bude vývoj skutečného měnového kurzu. Názory na tyto dvě otázky se rozcházejí a v průběhu let vyvíjejí, nicméně dosud neexistuje žádný model, který by prokazatelně objasnil jednoznačné odpovědi na tyto otázky.

Především v krátkém období je kvůli neočekávaným událostem, které mají na svědomí největší změny kurzu, téměř nemožné určit jeho pohyb. A poté je tu samotný faktor očekávání, který je v problematice měnových kurzů všudypřítomný. Výborně ho vystihuje věta: „*Pokud si účastníci trhu myslí, že v příštích letech by měla být měna silnější (slabší), posílí (oslabí) už dnes.*“ (Jílek, 2004, s. 571)

V průběhu let se vyvinuly dvě základní metody používané pro předvídání měnového kurzu, jimiž jsou metody fundamentální a technické analýzy. Tato diplomová práce detailněji rozvádí především teorii fundamentální analýzy.

K technické analýze uvádí Jílek (2004), že ji účastníci měnového trhu používají k předpovědi budoucího vývoje určitého měnového kurzu. K tomuto účelu využívají tržní data, jako jsou historické cenové trendy a průměry, objemy obchodování, otevřených pozic apod. Následně se z těchto dat vyhodnocují trendové linie, úrovně podpory a odporu a množství formací a matematických analýz. Analytici se poté z výsledků vyhodnocení snaží

najít vedoucí indikátory, s jejichž pomocí je předpovídán budoucí ekonomický vývoj. Zkoumání budoucího vývoje je tedy založeno na vývoji v minulosti.

### 1.2.1 Fundamentální analýza

Před popisem základních teoretických přístupů k fundamentální analýze, je důležité představit nejdůležitější faktory, s kterými fundamentální analýza pracuje, jelikož mají zásadní vliv na vývoj kurzu jednotlivých měn. Mezi tyto faktory patří dle Jílka (2004):

- Inflace
- Růst HDP
- Platební bilance
- Výše úrokových měr
- Politická a sociální stabilita
- Měnová politika státu

Při sledování vlivu inflace na kurz se porovnává změna kupní síly měny vůči ostatním měnám. Pokud domácí cenová hladina roste rychleji než cenová hladina jiné vybrané země, potom měnový kurz domácí měny má snahu oslabovat vůči dané cizí měně. Jak uvádí Jílek (2004), důležité je, jaká úroveň měnového kurzu je nutná k vyrovnání cenových hladin mezi jednotlivými ekonomikami, kdy například v 90. letech pro Českou korunu platilo, že byla v tomto ohledu podhodnocená, což ukazovalo na její postupné zhodnocování.

Růst reálného HDP je často doprovázen vyšším exportem, jehož nárůst má za následek zhodnocení domácí měny. (Mandel, 2016)

Platební bilance státu je tvořena dvěma typy operací s ostatními státy, a to konkrétně operacemi běžného a finančního účtu. Sledování platební bilance je dobré pro posouzení výkonnosti a konkurenceschopnosti domácí ekonomiky a také finančních toků. Pokud je běžný účet obchodní bilance schodkový, a tedy import převažuje nad exportem, tlačí exportéři na znehodnocení měny, které by export podpořilo. Do běžného účtu vstupuje také bilance služeb, která na měnu působí stejně jako obchodní bilance. Například země s rozvinutými službami v turismu, ale bez průmyslové výroby, budou mít neustále

schodkovou obchodní bilanci, avšak díky turismu budou mít běžný účet vyrovnaný, jelikož příliv kapitálu povede ke zhodnocení měny. (Jílek, 2004)

Výše úrokových sazeb v ekonomice dané země působí na mezinárodní kapitálové toky. Pokud úrokové míry vzrostou, obvykle následuje navýšení přílivu zahraničního (převážně spekulativního) kapitálu, které vyvolávají tlak na posílení domácí měny. Naopak pokles domácích úrokových měr vyvolává oslabení domácí měny. (Jílek, 2004)

Pokud je země politicky a sociálně dlouhodobě stabilní, na měnový kurz působí ostatní faktory. Pokud však dojde k obavám a nejistotě z budoucího politického vývoje či významných sociálních událostí, má tato nejistota investorů za následek prudký odliv finančního kapitálu a následného znehodnocení domácí měny. K takto vyvolaným výkyvům však dochází většinou jen na krátkou dobu. (Jílek, 2004)

Měnová politika státu umožňuje centrálním bankám či dalším státním institucím vstupovat na měnový trh s cílem posílení či oslabení domácí měny. (Jílek, 2004)

Jak je již zmíněno v úvodu kapitoly, ještě se nepodařilo vytvořit spolehlivý model, který by všechny tyto důležité faktory zahrnoval a zároveň by dosahoval uspokojivé přesnosti. Navzdory tomu však vznikly teoretické úvahy, které se snaží zohlednit vliv výše uvedených faktorů na změnu měnového kurzu.

### **1.2.2 Teorie parity kupní síly**

Již ve 4. století př. n. l. se známí filozofové starověkého Řecka zamýšleli nad otázkou hodnoty a směny jednotlivých měn a jaké náklady jsou s tím spojené. První zárodky teorie parity kupní síly mohou být nalezeny již v 16. století n. l., kdy se spolu se vznikem myšlenek o funkci a významu peněz začal zkoumat vztah nominálního měnového kurzu a národních cenových hladin. Jak zmiňuje Taušer (2007), příčinou byla snaha teoreticky popsat drtivý dopad masivního přílivu zlata na peněžní zásoby některých evropských zemí. Jako příklad může být uveden citát Dominga de Baneze z roku 1594: „*Tam, kde je peněz nedostatek, jsou ceny nižší než tam, kde je masa peněz větší. Proto je oprávněné směňovat menší částky v jedné zemi za větší částky v zemi druhé.*“ (Isaard, 1995, s. 57)

Tyto myšlenky byly postupně rozvíjeny a staly se základem informací, na kterých v roce 1918 vzniklo dílo švédského ekonoma Gustava Cassela, popisující teorii parity kupní síly. Dílo opět vycházelo z nepříznivých podmínek, tentokrát po 1. světové válce, kdy převažovala vysoká inflace, která způsobila odlišné měnové podmínky jednotlivých zemí. (Taušer, 2007)

Teorie parity kupní síly měla dlouhou dobu své výsadní postavení, které však začalo oslabovat spolu s rostoucím podílem spekulativních obchodů na měnovém trhu. Avšak podle Taušera (2007) má tato teorie stále svůj teoretický i praktický přínos a žádné nové přístupy k teorii měnových kurzů nepopírají její vliv. Teorie parity kupní síly se hodí spíše pro popis pohybu měnového kurzu v dlouhém období a je členěna na absolutní a relativní, avšak obě verze vychází z neoklasického zákona jediné ceny. (Taušer, 2007)

### 1.2.2.1 Zákon jediné ceny

Podle zákona jediné ceny by mělo být možné zakoupit stejné zboží na různých trzích v různých zemích po přepočtu nominálního kurzu za stejnou cenu, a to i díky zbožovým arbitrážím, které s cílem arbitrážního zisku zvyšují či snižují nabídku a poptávku po zboží, a tím vyrovnávají počáteční cenové rozdíly. (Soukup, 2018)

Formálně lze zákon jediné ceny vyjádřit takto:

$$P_D^i = E_t * P_F^i \quad (1.1)$$

kde  $P_D^i$  je domácí cena i-tého statku,  $P_F^i$  je zahraniční cena i-tého statku a  $E_t$  je nominální měnový kurz v přímé kotaci. (Soukup, 2018)

Nutností tohoto zákona jsou předpoklady identického zboží, možnost obchodování s veškerým zbožím a neexistence transakčních nákladů a rozdílů v daních, tarifech a informacích. Reálně jsou však tyto předpoklady nedosažitelné, jelikož téměř u každého zboží existují fyzické překážky, obchodně politické bariéry, marketingové a finanční náklady či samotná rizika, patřící k mezinárodnímu obchodu. Proto se zboží dále dělí na zboží mezinárodně obchodovatelné a neobchodovatelné. (Taušer, 2007)

### 1.2.2.2 Absolutní verze parity kupní síly

Jelikož výše zmíněné překážky znemožňují platnost zákona jediné ceny, v reakci na to vznikl zákon absolutní verze parity kupní síly. Ten vychází z předpokladu, že pokud se vezme všechno zboží s rozdílnými cenami na domácím a zahraničním trhu, vytvoří se z tohoto souboru domácí a zahraniční spotřební koš. Když se tyto koše mezi sebou následně porovnají, oba by měly po přepočtu kurzu měn vyjadřovat stejnou hodnotu. Jinými slovy se stejné zboží na odlišných trzích prodává za jiné ceny, ale v součtu se cenové rozdíly vyrovnají, a tedy poměr domácí měnové úrovně  $P_D$  a zahraniční měnové úrovně  $P_F$  bude dle Taušera (2007) za výše zmíněné podmínky udávat nominální měnový kurz, jehož vzorec je stanoven jako:

$$E_t = \frac{P_D}{P_F} \quad (1.2)$$

kde  $E_t$  je nominální měnový kurz,  $P_D$  je domácí měnová úroveň a  $P_F$  je zahraniční měnová úroveň. (Taušer, 2007)

### 1.2.2.3 Relativní verze parity kupní síly

Relativní verze parity kupní síly se oproti absolutní verzi nezabývá rovností vnitřní a vnější kupní síly měny, ale zaměřuje se na zachování konstantního poměru vnitřní a vnější kupní síly v čase. Tato teorie tedy nepředpokládá změny nominálního kurzu na základě strukturálních závislostí, ale pouze na základě relativní inflace. Tedy pokud se domácí cenová hladina zvýší o 20 % a zároveň zahraniční cenová hladina vzroste o 10 %, měnový kurz by měl reflektovat tuto změnu oslabením domácí měny o 10 %, a díky tomu by byl udržen stejný poměr relativní kupní síly obou měn. (Jílek, 2004)

V reálné ekonomice může být sledován vliv rozdílných inflací na měnové kurzy, avšak jak již bylo zmíněno v rámci oddílu o fundamentální analýze, inflace je jen jedním z faktorů ovlivňující měnový kurz, jejíž vliv se mísí s vlivy ostatních faktorů. Především v krátkém a střednědobém horizontu neposkytuje, pokud zrovna v dané zemi neprobíhá hyperinflace, vypovídající informace. Užitečnost relativní teorie se projevuje až při odhadování dlouhodobých trendů měnových kurzů. (Jílek 2004).

## 1.3 Devizový trh

Devizový trh neboli Forex (v překladu mezinárodní mezibankovní měnový trh), patří mezi finanční trhy a je místem, kde se střetávají nabídka a poptávka po cizích měnách. V případě devizového trhu se jedná o nabídku a poptávku měn v bezhotovostní formě, v případě valutového trhu měn v hotovostní formě. Valutový trh je však oproti objemům devizového trhu zanedbatelný. (Revenda, 2012)

Podle Markové (1997) je důvod vzniku devizového trhu jednoduchý. Jednotlivé země světa mezi sebou neustále provádějí ekonomické transakce a operace, které souvisejí nejčastěji s pohybem zboží, služeb a kapitálu. Na jejich základě se vytvářejí v těchto zemích zahraniční závazky a pohledávky. Ekonomické subjekty, které se takovýchto zahraničních vztahů účastní, potřebují převést vzniklé pohledávky ze zahraničí do domácí měny a kvůli úhradě svých vzniklých závazků nakoupit zahraniční měnu. Právě k těmto účelům subjekty využívají devizový trh.

Díky moderním komunikačním technologiím a rozvinuté globalizaci se za pomoci internetové sítě účastníci devizového trhu nemusejí setkávat na fyzickém místě, ale provádějí transakce například ze svých kanceláří, domovů či dealingových center téměř po celém světě a 24 hodin denně.

### 1.3.1 Klientský a mezibankovní trh

Devizový trh se zpravidla dělí na dvě části, a to trh klientský a mezibankovní. Klientský trh je tvořen měnovými transakcemi mezi bankami a jejich klienty, kteří na Forex vstupují za účelem finančního zajištění vývozních a dovozních operací, získání levnějších zdrojů na mezinárodních finančních trzích, investováním do zahraničních aktiv apod. (Revenda, 2012)

Operace na mezibankovním trhu jsou většinou výrazně většího rozsahu. Obvykle jde o násobky milionů amerických dolarů, britských liber, japonských jenů, eur apod. Například nejnižší obchodní jednotkou pro měnový pár CZK/EUR je na pražském mezibankovním trhu 1 milion eur, nejběžnější jsou pak obchody ve výši 3 milionů eur. (Stupavský, 2019)

### 1.3.2 Subjekty devizového trhu

Na výše zmíněné rozdělení devizového trhu navazuje také rozdělení ekonomických subjektů, které může být rozděleno do čtyř skupin podle jejich motivu vstupu na devizový trh (Soukup, 2018), a to na:

- centrální banky
- obchodní banky
- firmy a finanční instituce nebankovního charakteru
- jednotlivce

Pro tuto diplomovou práci jsou především podstatnými subjekty firmy a centrální banky. Centrální banky představují téměř v každém případě hlavní instituci, která drží dohled nad kapitálovým trhem a je zodpovědná za stabilitu domácí měny jak uvnitř domácího měnového území, tak i za udržení stabilních hodnot domácí měny vůči ostatním zahraničním měnám. (Taušer, 2007)

To centrální banky činí nepřímo za pomoci devizových intervencí, kdy na devizovém trhu buď prodávají, nebo nakupují domácí měnu za devizové rezervy, a tím ovlivňují kurz domácí měny. Devizovým intervencím, které jsou pro tuto diplomovou práci vzhledem k intervencím České národní banky mezi lety 2013-2017 podstatné, se budou věnovat podrobněji další kapitoly. Nicméně vzhledem k velikosti centrálních bank, a tedy velkým objemům měn, které na devizovém trhu obchodují, jsou největšími subjekty vstupujícími na devizový trh, a proto dokáží často velmi významně ovlivnit kurzy měn.

Druhou významnou skupinou subjektů na devizovém trhu jsou obchodní banky, které jednají buď svým jménem, nebo jménem svých klientů. Ze svého rozhodnutí provádí obchodní banky různé typy operací s cílem dosažení zisku z úrokových a kurzových rozdílů, případně se snaží za pomoci diverzifikace devizových aktiv a pasiv zajistit nejvýhodnější poměr výnosů, rizika a likvidity. Pro své klienty především, mimo jiné služby, zajišťují plynulost mezinárodního platebního styku, který je spojen s pohybem zboží, služeb a kapitálu. (Taušer, 2007)

Jak zmiňuje Marková (1997, s. 30) „jednotlivci využívající operace se zahraničními měnami pro potřeby turistiky, dědictví, darů nebo mezd za práci v zahraničí.“ Dále sem patří i obchodník – spekulant.

Mezi instituce nebankovního charakteru se řadí pojišťovny a fondy. Ty spolu s firmami vstupují na měnový trh z důvodu nákupu a prodeje cizích měn, které využívají k zajištění plateb souvisejících se zahraničním obchodem a investicemi nebo zajištění zahraničních pohledávek a závazků proti kurzovému riziku. Těmto subjektům a operacím se podrobněji věnuje třetí kapitola. Dále je možné do této kategorie subjektů zařadit makléře a brokery, kteří zprostředkovávají směnu měn. (Mandel, 2016)

## 1.4 Měnová politika centrální banky

Hospodářská politika země, která je součástí světové tržní ekonomiky, stojí na dvou pilířích, které jsou reprezentovány měnovou a fiskální politikou. I přes to, že jsou ve svém rozhodování tyto politiky na sobě nezávislé a jejich funkce rozdílné, jejich směr by měl být stejný. Měly by vzájemně spolupracovat, podporovat se a doplňovat. Výsledkem této dobré spolupráce je silná a stabilní ekonomika, která je konkurenceschopná a přináší obyvatelům dané země dobrou životní úroveň.

Jak zmiňuje Revenda (2012, s. 215) „měnová politika v obecném vymezení znamená vědomou činnost vrcholné měnové autority – zdaleka nejčastěji centrální banky – zaměřenou na dosahování stanovených konečných cílů, především cíle podpory cenové stability. Funkci vrcholného subjektu měnové politiky můžeme chápat dvojitým způsobem. Buď centrální banka měnovou politiku pouze provádí, ale nerozhoduje (alespoň ne sama) o jejím charakteru a hlavních cílech, nebo o měnové politice rovněž rozhoduje v rámci daném zákonem.“ Centrální banky, včetně ČNB, vystupují v dnešní měnové oblasti převážně nezávislé.

V současné vyspělé tržní ekonomice má centrální banka své nezastupitelné místo a až na výjimky má každý stát jednu centrální banku. Centrální banky prošly dlouhým vývojem a svou současnou podobu začaly nabývat v rozmezí od poloviny 19. století po konec 2. světové války. Původně byly zakládány ze dvou důvodů, a to vedení účtů vládnoucího subjektu státu a úvěrování schodků státního rozpočtu často ve smyslu poskytování



chybějících peněz na krytí výdajů vládnoucího subjektu státu. Postupně však na sebe přebíraly i další funkce. (Revenda, 2012)

Dále jak zmiňuje Jílek (2004, s. 375-376): „*měnová politika je regulace operačního cíle (obvykle tržní krátkodobé úrokové míry) CB prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability vyjádřené určitou inflací). Nástroje měnové politiky představují realizaci měnové politiky a operační cíl je taktikou měnové politiky. Obojí se někdy označuje jako ‘šrouby‘ (nuts and bolts) měnové politiky. Zprostředkující a konečný cíl je strategií měnové politiky. Způsob, jakým operační cíl působí na konečný cíl, se nazývá transmisním mechanismem měnové politiky. Nástroje měnové politiky se týkají každodenní realizace měnové politiky, i když plánovací horizont operačního cíle může být i jeden měsíc či i více.*“

Porozumět cílům měnové politiky, kterých se snaží centrální banky dosáhnout, je důležité pro znázornění, jak významnou roli má v měnové politice měnový kurz, a proč se ČNB rozhodla v roce 2013 přistoupit k jednostrannému kurzovému závazku.

Pro dosažení konečného cíle stabilní a silné ekonomiky by měly monetární i fiskální politika tlumit výkyvy hospodářského cyklu. Centrální banky tak operují v restriktivním nebo uvolněném režimu měnové politiky. Pokud je ekonomika v růstu, měla by centrální banka volit dle uvážení restriktivní měnovou politiku. Standardně k tomu používá nástroje úrokových sazeb, které zvyšuje, a díky tomu roste cena peněz a zároveň klesá poptávka po penězích. Centrální banka tak brzdí agregátní poptávku a tím se snaží předejít přehřátí ekonomiky, které by mohlo později přejít do stejně silné recese. Při recesi centrální banka postupuje analogicky. (Jílek, 2004)

### **1.4.1 Funkce centrální banky**

Hlavními funkcemi centrální banky ve vyspělé tržní ekonomice, kterými na rozdíl od běžných komerčních bank disponuje, jsou dle Revendy (2012):

- emise měny
- funkce vrcholného subjektu měnové politiky
- regulace bankovního systému

- funkce banky obchodních bank a státu
- správa devizových rezerv státu

Historicky první bankou, která získala emisní monopol, byla rakouská centrální banka v roce 1817. Na základě emisního monopolu centrální banky emitují hotovostní peníze na daném území. Stále rostoucí používání neplnohodnotných peněz na úkor mincí z drahých kovů posiluje vliv měnové politiky centrální banky v ekonomice. (Revenda, 2012)

Centrální banka, jako první stupeň bankovního systému, má za úkol regulovat a kontrolovat činnosti komerčních bank, které patří do druhého stupně. Centrální banka se v tomto směru podílí především na koncipování a prosazování pravidel činnosti bankovních institucí a také na kontrole dodržování těchto pravidel. Komerční banky musí být centrální bankou za případné nedodržení pravidel postihnuty, v krajním případě může dojít k odebrání bankovní licence a ukončení činnosti. V současnosti je pro bankovníctví ve vyspělých tržních ekonomikách typická přísnější míra regulace než pro jiná odvětví národního hospodářství. V České republice je ČNB jedinou institucí, která drží dohled nejen nad bankovním systémem, ale také nad celým finančním systémem. (Jílek, 2004)

Centrální banka dále spravuje komerčním bankám jejich účty, tedy od nich přijímá vklady, poskytuje jim úvěry a jak navzájem s nimi, tak vzájemně mezi bankami, uskutečňuje platební, zúčtovací a další operace. Vklady u centrální banky se dělí na tři typy, a to povinné minimální rezervy, prostředky ukládané za účelem umožnit platební a zúčtovací operace prováděné centrální bankou a rezervy komerčních bank. Úvěry centrální banka poskytuje komerčním bankám z důvodu nízkých úrokových sazeb, kdy se centrální banka svojí měnovou politikou snaží podpořit navýšení množství peněz v ekonomice. Nízká úroková sazba pro komerční banky představuje levný zdroj likvidity a banky tak mohou zlevnit své úvěry a podpořit tak poptávku po penězích. V druhé situaci mají komerční banky problémy s likviditou a úvěr od centrální banky většinou představuje poslední možnost, jak získat chybějící likviditu. Další důležitou činností centrální banky vůči komerčním bankám je emitování nebo odkup cenných papírů, který centrální banka provádí v souladu se svojí měnovou politikou. (Revenda, 2012)

Centrální banka mimo účtů komerčních bank spravuje účty i dalším subjektům, pro které vykonává i měnové operace. Jsou jimi vláda, centrální orgány, orgány místní moci a správy

a některé subjekty veřejného sektoru. Hlavní činností v tomto směru je správa státního rozpočtu. Jde o vedení účtu, inkasa, úhrady a další operace, které zajišťují bezproblémové hospodaření státního rozpočtu, kdy například centrální banka musí vyrovnávat krátkodobé deficity ve státním rozpočtu, které jsou způsobené časovým nesouladem příjmů a výdajů. Centrální banka může být také pověřena správou státního dluhu, kdy emituje pokladniční poukázky nebo dluhopisy a následně splácí jistinu a úroky. (Revenda, 2012)

Centrální banka také spravuje devizové rezervy státu a provádí s nimi operace na devizovém trhu. Zajišťuje požadovanou výši a strukturu devizových rezerv, vzhledem k plánovaným nákupům a prodejem vlády. Spolu s tím centrální banka udržuje hodnotu devizových rezerv v návaznosti na vývoj měnových kurzů. Dále by se centrální banka měla snažit o získání výnosu z devizových rezerv, které bezprostředně nepotřebuje a může je tedy investovat do zahraničních cenných papírů či ukládat na účty u zahraničních bank. A nakonec centrální banka za pomoci devizových rezerv může ovlivňovat měnový kurz domácí měny. Využívá k tomu devizové intervence, kdy nakupuje nebo prodává cizí měnu za měnu domácí. Důležitost devizových intervencí záleží na měnové politice centrální banky a režimu měnového kurzu domácí měny. V případě režimu pevného kurzu je provádění devizových intervencí nutností při každém vychýlení kurzu domácí měny. V případě režimu pohyblivého kurzu je provádění devizových intervencí nepovinné. (Revenda, 2012)

Ostatní, ale neméně důležité funkce centrální banka plní na mezinárodní úrovni, kde zastupuje a hájí zájmy svého státu. Mimo to centrální banka shromažďuje ekonomické a finanční informace, které následně vyhodnocuje a výsledky využívá při směřování své měnové politiky, případně je poskytuje státním orgánům. Centrální banka by také měla neustále informovat veřejnost o své měnové politice tak, aby její záměry byly transparentní a díky tomu si budovala důvěru veřejnosti. (Revenda, 2012)

Z výše uvedených funkcí vyplývá, že centrální banka je pro ekonomiku dané země důležitou institucí s nezastupitelnou zodpovědností. Proto je podstatné, aby svou měnovou politiku mohla provádět samostatně, tedy bez okolních vlivů především ze strany vlády země. Za tímto účelem v České republice vybírá a jmenuje členy bankovní rady prezident ČR.

## 1.4.2 Nástroje měnové politiky

Jak již bylo zmíněno, CB za pomoci nástrojů měnové politiky reguluje měnovou bázi, úrokové sazby a měnový kurz, jejichž prostřednictvím se snaží dosáhnout stanovených cílů. Nástroje lze rozdělit podle různých kritérií, jako např. podle intenzity využívání, rychlosti zavedení či podle vlivu dopadů na bankovní systém. Dělení však není vždy jednoznačné, protože některé z konkrétních nástrojů nejsou univerzálně použitelné pro všechny subjekty. Proto se nejčastěji využívá obecné dělení nástrojů na nepřímé (tržní), kam patří především operace na volném trhu, diskontní nástroje a devizové intervence, a na nástroje přímé (administrativní), kam se řadí limity úrokových sazeb a úvěrů a úvěrů bank.

V tržní ekonomice centrální banky nejčastěji využívají nepřímé nástroje, jelikož jejich působení dopadá na celý bankovní trh. Vůbec nejvyužívanějším nepřímým nástrojem jsou operace na volném trhu. Jde o nákup a prodej kvalitních krátkodobých cenných papírů dluhového typu, nejčastěji státních cenných papírů, pokladničních poukázek a vlastních cenných papírů, mezi CB a komerčními bankami. Díky těmto obchodům se nemění množství oběživa, ale mění se rezervy bank, a tedy i měnová báze. Tyto změny v rezervách bank se zprostředkovaně projeví ve změnách krátkodobé úrokové míry. CB však může krátkodobou úrokovou míru ovlivnit bezprostředně, a to vyhlášením úrokových podmínek nákupu či prodeje cenných papírů. (Jílek, 2004)

Dle Revendy (2012) se mezi diskontní nástroje řadí úvěry centrální banky, které využívá především k regulaci měnové báze, úrokové sazby z těchto úvěrů a automatické facility, které se používají k regulaci krátkodobé úrokové míry.

Centrální banky stanovují tři hlavní úrokové sazby, limitní sazbu pro dvoutýdenní repo-operace (2T repo-sazba), diskontní a lombardní sazbu. Dle ČNB je hlavní 2T repo-sazba, skrze kterou se centrální banka snaží měnit krátkodobou úrokovou míru a další úrokové sazby v ekonomice. (Měnověpolitické sazby ČNB, 2019)

Zatímco za pomoci operací na volném trhu je možné ovlivňovat měnovou bázi oběma směry, pomocí úvěrů lze měnovou bázi pouze zvýšit. Centrální banka však jen těžko může odhadnout rozsah dopadů, které vyvolá změna sazby, jako například příliv zahraničního kapitálu. Problematické a obtížně předvídatelné účinky na měnovou bázi a krátkodobou

úrokovou míru jsou hlavním důvodem toho, proč se tato sazba mění jen mírně a většinou v delších časových obdobích. Další podstatnou nevýhodou je přirozená dolní nulová hranice úrokových sazeb. Pokud se centrální bance i přes neustálé snižování úrokových sazeb až k hodnotám blízkým nule nedaří nastartovat ekonomiku, přestává být tento nástroj účinný a centrální banka musí využít jiných nástrojů, jako jsou například devizové intervence, které využila i ČNB v roce 2013. Další složkou diskontních nástrojů jsou automatické facility. Tato složka minimalizuje případný nesoulad mezibankovního platebního styku. Jde o kombinaci vkladů komerčních bank uložených přes noc u centrální banky (depozitní facility), úročenou obvykle diskontní sazbou, a úvěrů komerčních bank čerpaných přes noc od centrální banky (zápůjční facility), úročených zpravidla lombardní sazbou (za které si komerční banky půjčují od banky centrální proti zástavě cenných papírů). Jelikož komerční banky mohou volné zdroje ukládat či chybějící zdroje získávat od jiných komerčních bank, diskontní sazba vymezuje dolní hranici a lombardní sazba horní hranici pohybu krátkodobých mezibankovních úrokových sazeb. (Revenda, 2012)

Dále centrální banky stanovují povinné minimální rezervy, což jsou povinně vytvářené vklady komerčních bank u centrální banky. Jde o aktiva komerčních bank a pasiva centrální banky. Dle Revendy (2012) nemají povinné minimální rezervy přímý dopad na měnovou bázi ani na krátkodobou úrokovou míru. Mají vliv v první řadě na peněžní multiplikátory.

Devizové intervence využívají centrální banky k ovlivnění devizového kurzu domácí měny. Rozlišují se dva základní druhy devizových intervencí. Nepřímé intervence provádí centrální banka pomocí změny úrokových sazeb, s cílem nepřímo ovlivnit pohyb zahraničního kapitálu. Převážně se však využívají přímé intervence, kdy centrální banka nakupuje nebo prodává domácí měnu za cizí měnu, u které chce ovlivnit kurz vůči domácí měně. Tedy dochází k přímému vlivu na nabídku či poptávku zahraniční měny vůči domácí měně s dopadem na měnový kurz. Přímým devizovým intervencím se dále podrobněji věnuje praktická část této diplomové práce. (Revenda, 2012)

### **1.4.3 Cíle měnové politiky**

V současné době je pro centrální banky vyspělých států hlavním cílem měnové politiky udržet vnitřní i vnější měnovou stabilitu, což zároveň představuje zajištění stability kupní síly měny, která je měřena tempem růstu inflace. Mezi další přední cíle může patřit péče

o rovnováhu platební bilance, hospodářský růst, zaměstnanost a stabilní měnový kurz. Minulost však ukázala, že pokud se centrální banka snaží dodržet více než jeden cíl, problémem je vzájemná kompatibilita daných cílů, a to především v krátkém období. Například snížení tempa růstu peněžní zásoby s cílem snížit deficit platební bilance, udržet pevný měnový kurz a předejít poddevalvační inflaci, běžně naráží na problém s udržením určitého tempa hospodářského růstu. V minulosti se pohled na hlavní cíle a také otázku celkového významu centrálních bank vyvíjel podle jednotlivých ekonomických škol. (Jílek, 2004)

#### **1.4.4 Cílování inflace**

Vývoj přístupů k měnové ekonomice postupně vedl většinu centrálních bank, včetně ČNB, k cílování inflace, tedy měnové politice preferující jako hlavní cíl udržet stabilní domácí cenovou hladinu. Přístup se opírá o předpoklad, že dodržení tohoto cíle vytváří podmínky pro dosažení dalších cílů hospodářské politiky v dlouhém období. Pokud dochází k výkyvům domácí cenové hladiny, subjekty domácí ekonomiky obtížněji hodnotí skutečnou efektivnost jednotlivých investičních variant při rozhodování o optimální alokaci zdrojů. Nečitelnost ekonomického prostředí pak v dlouhém období vede k poklesu investic, ke zpomalení hospodářského růstu a k růstu nezaměstnanosti. Současně je růst domácí cenové hladiny, pokud je rychlejší než růst cenové hladiny v zahraničí, obvykle příčinou deficitů platební bilance a nestability měnového kurzu. Neočekávané změny cenové hladiny způsobují nevyrovnané přerozdělování důchodů a bohatství v ekonomice a také snižují sociální jistoty obyvatelstva. (Jílek, 2004)

Vysoká inflace postihuje reálnou kupní sílu především těch subjektů, které mají pevný nebo zpětně upravený důchod. Neočekávané zvýšení cenové hladiny také znevýhodňuje věřitele oproti dlužníkům, jelikož příjem stanovený podle výše úrokových sazeb nestačí plně kompenzovat pokles reálné hodnoty jejich pohledávek. Naopak deflace znevýhodňuje dlužníky, jejichž závazky se v jejím důsledku prohlubují. Deflace také podporuje subjekty k odkládání spotřeby, což má nepříznivý vliv na ekonomický růst a může ekonomiku přivést do deflační pasti, ze které může být, jak se v minulosti ukázalo například v Japonsku, obtížná a dlouhá cesta ven. (Jílek, 2004)

### 1.4.5 Hrozba deflace

Cílováním inflace se snaží centrální banka předejít jak vysoké inflaci, tak deflaci. Hrozba deflace a případné roztočení deflační spirály byl také hlavní, a také částí ekonomické veřejnosti kritizovaný, důvod ČNB pro vyhlášení kurzového závazku a následných devizových intervencí. Deflační spirála je dle ČNB (Slovník, 2019) „*situace v období ekonomické krize, kdy klesají ceny a ekonomická aktivita z důvodu nedostatečné poptávky. Utlumená poptávka vede ke snižování výroby, cen, zisků, mezd, zaměstnanosti i vybraných daní, v reakci na to klesají investice, spotřeba i vládní výdaje, čímž se prohlubuje pokles poptávky. S tím jak ceny klesají, mají navíc spotřebitelé i firmy tendenci z racionálních důvodů odkládat některé nákupy (zejména dražších a dlouhodobějších statků) v očekávání dalšího poklesu cen a zvyšují tak svou míru úspor. Pokud však deflace trvá delší dobu, jsou jejich úspory nižší, než kdyby ekonomika nebyla deflační recesí postižena. Kvůli nízké poptávce jsou mnohé podnikatelské projekty ztrátové. Splátky dluhů, jejichž nominální hodnota není poklesem cen dotčena, se s klesajícími příjmy firem i domácností stávají tíživějšími a do problémů s finanční stabilitou se nakonec mohou dostat i banky, které úvěry poskytly. Ekonomika se dostává do spirály, mířící stále k většímu ekonomickému poklesu.*“

Vhodné je uvést názor jednoho z hlavních kritiků devizových intervencí ČNB Václava Klause, který uvádí jako příklad dvě situace, kterými chce dokázat, že deflace by neměla být primárním zájmem ekonomů, ale mělo by jím být řešení depresí, krizí a recesí. Ve 20. letech minulého století probíhala v Československu přímo záměrná deflační politika a nedošlo ke vzniku žádné deflační spirály. Tuzemská ekonomika významně rostla a československá koruna byla uznávanou měnou. Rovněž 30. léta nebývají označována jako období „Velké deflace“, ale „Velké deprese“. Tím je myšleno, že hlavním problémem, který bylo potřeba řešit, byla ekonomická krize, a nikoliv deflace, což byl přirozený projev krize, a ne její příčina. Naopak ČNB chápe dle Václava Klause deflaci nejen jako pokles cen, ale vážné poškození ekonomiky. (Lipovská, 2015)

## **2 Jednostranný kurzový závazek České národní banky mezi lety 2013-2017**

Tato kapitola se věnuje jednostrannému kurzovému závazku 27 CZK/EUR, ke kterému se ČNB zavázala během ekonomické krize mezi lety 2013-2017, a jeho vlivu na makroekonomické ukazatele České republiky. Úvod kapitoly popisuje, v jaké situaci se nacházela ekonomika České republiky před zavedením jednostranného kurzového závazku. Druhá část popisuje proč, a s jakým cílem se ČNB rozhodla využít právě jednostranný kurzový závazek a jaké mělo toto rozhodnutí vliv na českou ekonomiku. Závěrečná část nakonec hodnotí dopady kurzového závazku na českou ekonomiku. K rozboru a hodnocení byly v této diplomové práci zvoleny data makroekonomických ukazatelů od roku 2003, tedy jeden rok před vstupem České republiky do Evropské unie, do roku 2018, což je poslední rok, za který jsou data k dispozici.

### **2.1 Ekonomika České republiky před listopadem 2013**

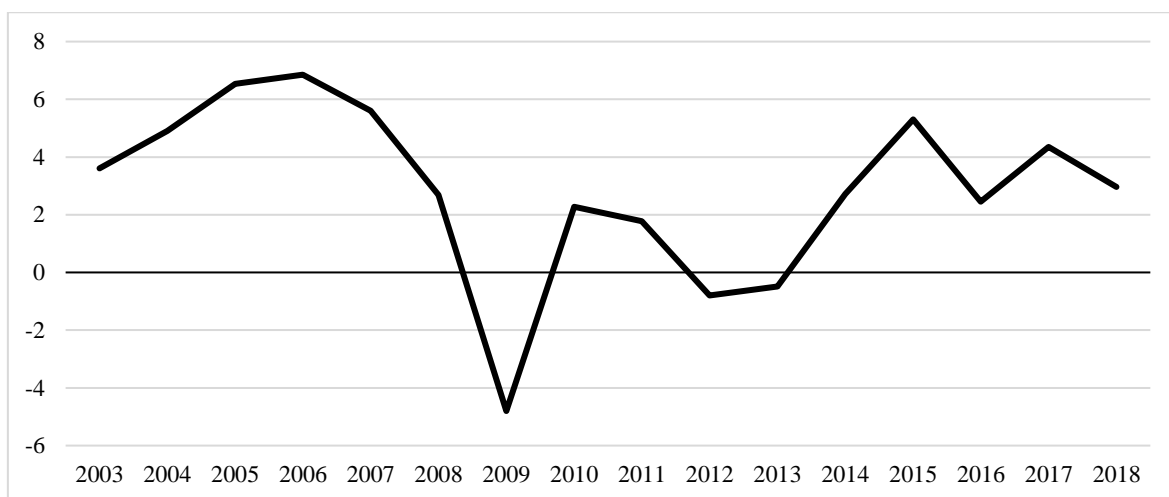
Dopady globální finanční a posléze hospodářské krize, která započala v USA v důsledku splasknutí realitní bubliny, a která byla podpořena následným chaosem v americkém investičním sektoru po krachu jedné z největších investičních bank Lehman Brothers v září 2008, se na českém bankovním sektoru a české ekonomice přímo neprojeví, avšak následná recese zemí eurozóny, především Německa, způsobila oslabení českého exportu. Pro malou, otevřenou a proexportně orientovanou ekonomiku České republiky to znamenalo zpomalení růstu HDP, útlum investiční aktivity, pokles úvěrové aktivity bank, výrazný nárůst vládního deficitu a dluhu, rostoucí nezaměstnanost a stagnaci dalších důležitých ekonomických ukazatelů, které budou dále v této podkapitole rozebrány. Obavy z deflace, nepříznivé výsledky české ekonomiky a o nic lépe vyhlížející prognózy, přinutily ČNB k aktivnímu jednání nejdříve postupným snižováním úrokových sazeb až po zavedení jednostranného kurzového závazku.



## 2.1.1 HDP

Před rokem 2008 si česká ekonomika naposledy prošla recesí v letech 1997 a 1998. Od přelomu tisíciletí do vstupu České republiky do EU v roce 2004 panoval mírný a kolísavý růst. Období od vstupu do EU až do roku 2008, kdy započala světová ekonomická krize, bylo ve znamení vysokého růstu. V období mezi roky 2005–2007 zaznamenala ekonomika České republiky nejlepší výsledky ve své historii. Avšak v roce 2008 následoval výrazný útlum ekonomiky, který v posledním čtvrtletí roku 2008 přešel do silné recese, panující poté během celého roku 2009. V letech 2010 a 2011 nastalo mírné oživení, nicméně v roce 2012 a 2013 následoval opět propad české ekonomiky do recese. Celý průběh je znázorněn na obr. 2.1.

Stagnace a pokles zasáhl většinu zemí světa v čele s vyspělými státy. V roce 2009 byla recese v zemích EU nejhlubší od dob 2. světové války. V roce 2010 proběhlo mírné oživení, avšak poté se ekonomika EU opět vrátila do recese. V roce 2011 se nedostalo 14 zemí světa na úroveň výroby z roku 2007. Nejsilnější propad HDP zaznamenalo během krize Řecko, Irsko a pobaltské republiky. Naopak dobře si v tomto období vedlo Polsko a Slovensko. (Cupalová, 2009)



Obr. 2.1: Meziroční růst HDP v období 2000-2013 (v %)  
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Ekonomické prognózy byly stále převážně pesimistické. Podle nich měla česká ekonomika převážně stagnovat nebo mělo dojít jen k mírnému oživení. Nepříznivý vývoj ekonomiky měl být zapříčiněn slabou domácí i zahraniční poptávkou. Na vině byly stagnující

disponibilní důchody, růst cen, rostoucí sklon k úsporám domácností. Zahraniční obchod měl být poznamenán stále nepříznivým vývojem světové a evropské ekonomiky. Prognózy nezlepšily ani fiskální restrikce, nejistota a nedůvěra v budoucnost či tlumící investiční výdaje. Nicméně některé prognózy odhadovaly vymanění české ekonomiky z recese a její brzké oživení, které mělo být taženo především zahraniční poptávkou, a to především poptávkou z Německa.

### 2.1.2 Inlace

Dle §2 zákona o České národní bance je hlavním cílem péče o cenovou stabilitu v ČR. Jak pro ČNB, tak většinu centrálních bank, je pro dosažení tohoto cíle důležité dlouhodobě udržovat stabilní růst spotřebitelských cen. Podle toho přizpůsobují centrální banky svůj měnověpolitický režim. ČNB provádí svou měnovou politiku v režimu cílování inflace, a to se stanoveným inflačním cílem 2 % a tolerančním pásmem  $\pm 1$  %. Inlace je v oblasti spotřebitelských cen měřena jako přírůstek indexu spotřebitelských cen.

ČNB ve svých dokumentech uvádí statistiku míry inflace měřenou pomocí metody PISC, což je míra inflace vyjádřená přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku (Inlace, 2019), proto jsou i v této diplomové práci použity grafy vyjadřující vývoj míry inflace měřený touto metodou.



Obr. 2.2: Celková inflace dle PISC v období 2000-2013 (v %)

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Z obr. 2.2 je patrné, že od počátku finanční krize došlo k velkým výkyvům růstu cenové hladiny. S ohledem na ekonomickou situaci v české republice, kdy se mezi lety 2008 až 2010 ekonomika nacházela v recesi, došlo od ledna 2009 do ledna 2010 k dezinflaci o 5 %. ČNB na tuto nepříznivou situaci reagovala postupným snižováním úrokových sazeb, prakticky až na hranici technické nuly.

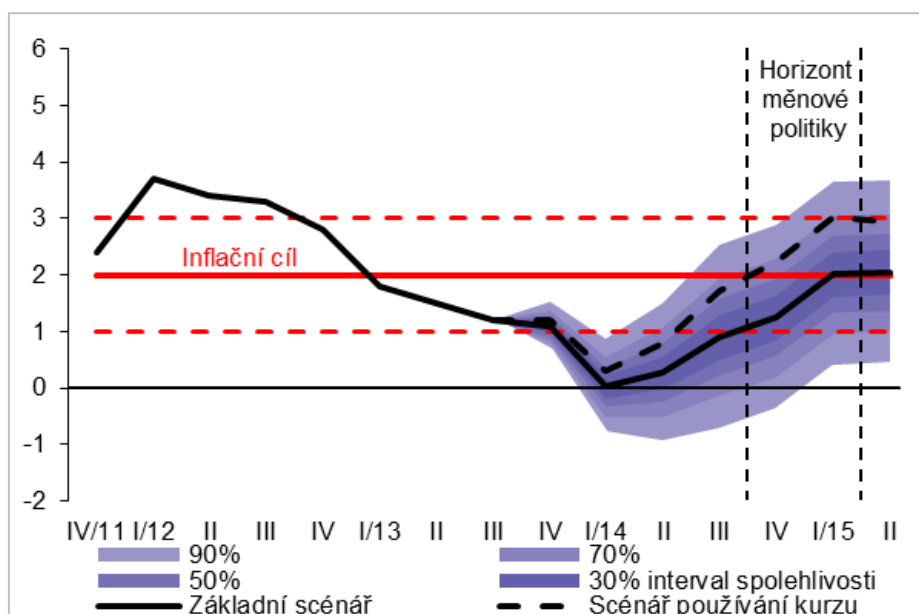
V roce 2010 došlo k oživení české ekonomiky, doprovázené růstem inflace od července 2010 do prosince 2012, avšak výraznější růst inflace v roce 2012 byl dle výroční zprávy ČNB z roku 2012 odrazem zvýšení snížené sazby DPH. Přesto slábnoucí zahraniční i domácí poptávka zapříčinila na přelomu roku 2012 a 2013 to, že se inflace znovu převrátila do dezinflace, která pokračovala celý rok 2013.

Roční průměrná prognóza vývoje inflace se, dle zprávy ČNB o inflačním očekávání finančního trhu z října roku 2013, snížila o 0,3 pb na 1,4 %. V tříletém horizontu se prognóza nezměnila a přetrvala na 2,1 %. Rozpětí ročních prognóz se díky strmému poklesu minimální hodnoty zřetelně rozšířilo, naproti tomu v tříletém horizontu zapříčinil růst maximální hodnoty jen jeho mírné rozšíření.

Dotazovaní analytici svou roční prognózu výrazně snížili, především kvůli překvapivě velkému zářijovému poklesu meziročního indexu spotřebitelských cen o 0,3 pb na 1 %, což byla nejnižší naměřená hodnota od března 2010. Dle zprávy k tomuto poklesu indexu spotřebitelských cen značnou měrou přispěly ceny dovolených a ceny potravin. Zpráva však dále předpokládala, že růst inflace by mohl ještě před závěrem roku 2013 mírně zrychlit. V souvislosti s případným globálním oživením by mohlo dojít k růstu cen paliv a k růstu by mohlo dojít i na začátku roku 2014 u regulovaných cen. Naproti tomu s ohledem na výhled poptávky domácností dotazovaní analytici předpokládali, že poptávková inflace zůstane nadále velmi slabá a její návrat do kladných hodnot očekávali spíše až v 2. polovině roku 2014. Také u nepřímých daní se neočekávalo velké zvyšování. (Zpráva o inflaci IV, 2013)

Dále zpráva nepředpokládala, že by bankovní rada ČNB v následujícím roce výrazně upravovala nastavení základních úrokových sazeb. 2T repo sazba měla zůstat v průběhu následujících 12 měsíců zachována na stávající úrovni 0,05 %. Růst průměrných mezd měl být jen o 0,7 %. Nakonec byla také zajímavá změna názorů analytiků na devizové intervence. Pravděpodobně pod vlivem pomalejšího, než očekávaného růstu inflace již dva analytici

očekávali, že na listopadovém zasedání bankovní rada ČNB schválí devizové intervence. Další analytik vstupu ČNB na devizový trh přisuzoval 50% pravděpodobnost, zbylých 10 analytiků žádné intervence proti koruně nepředpokládali. Jejich hlavním argumentem byly signály o postupném hospodářském oživení.



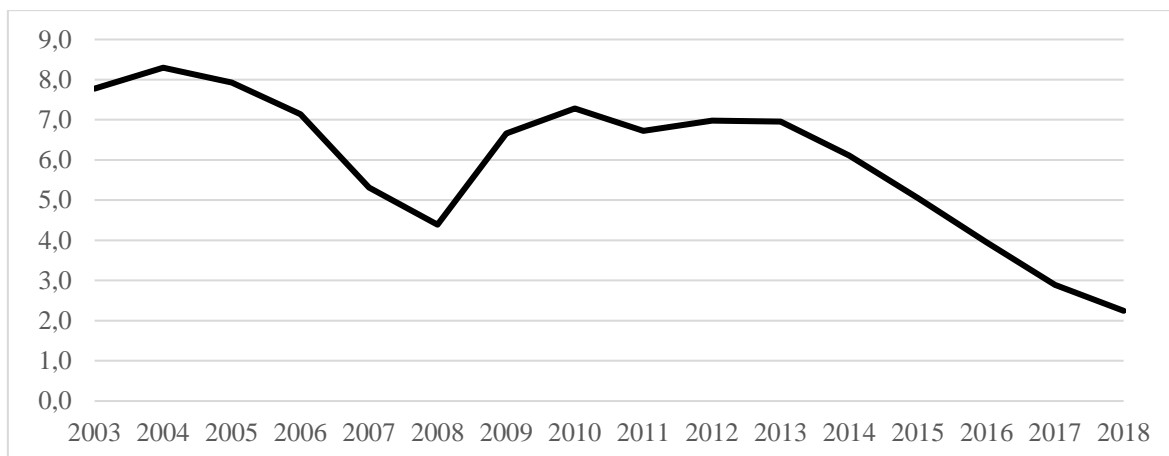
Obr. 2.3: Prognóza celkové inflace – porovnání základního scénáře a scénáře používání kurzu (meziročně v %)

Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci IV 2013

Zpráva o inflaci IV 2013 také obsahovala prognózu, která porovnávala vývoj celkové inflace při vyčkávání s dalším uvolněním měnové politiky pomocí oslabení kurzu CZK. Tato prognóza při vyčkávání odhadovala atakování 0% úrovně na začátku roku 2014, a posléze růst inflace až k inflačnímu cíli na přelomu roku 2015, viz obr. 2.3.

### 2.1.3 Nezaměstnanost

I přesto že je nezaměstnanost mimo přímé kompetence centrální banky, je důležitým makroekonomickým ukazatelem. Růst nezaměstnanosti je odrazem špatné situace podniků, které jsou nuceny propouštět své zaměstnance. Růst nezaměstnanosti také znamená oslabování domácí poptávky a další propouštění, což stále více prohlubuje recesi a může danou ekonomiku vést až do hospodářské krize.



Obr. 2.4: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v období 2000-2013 (v %)  
Zdroj: ČSÚ. vlastní zpracování

Co se týče české ekonomiky, nezaměstnanost od roku 2000 převážně klesala z ročního průměru 8,8 % až na své minimum v roce 2008, kdy byla za tento rok průměrná nezaměstnanost 4,4 %, viz obrázek 2.4. Následky krize se na nezaměstnanosti projevíly v druhém čtvrtletí roku 2008, kdy ze 4,3 % začala prudce růst až na průměr 8 % v prvním čtvrtletí roku 2010. Následoval mírný pokles a stagnace okolo 7 % v letech 2012 a 2013. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013 bylo dle ČSÚ evidováno 355 400 nezaměstnaných. Vzhledem k situaci na trhu práce nebyl tento ukazatel příznivý, avšak byl stabilizovaný, což při rozhodování o zavedení intervencí mluvílo spíše proti zavedení. Varovným ukazatelem, který mohl mít při rozhodování o kurzovém závazku vliv, byl růst měsíční hrubé mzdy v České republice, jejíž vývoj obsahuje tabulka 2.1.

Tab. 2.1: Průměrná hrubá měsíční mzda za období 2000-2013

Období <i>Period</i>	Průměrná hrubá měsíční mzda <i>Average gross monthly wages</i>		
	nominální mzda (v Kč) <i>Nominal wage (CZK)</i>	index nominální mzdy SOPR=100 <i>Nominal wage index, SPPY=100</i>	index reálné mzdy SOPR=100 <i>Real wage index, SPPY=100</i>
2003	16 430	105,8	<b>105,7</b>
2004	17 466	106,3	<b>103,4</b>
2005	18 344	105,0	<b>103,0</b>
2006	19 546	106,6	<b>104,0</b>
2007	20 957	107,2	<b>104,3</b>
2008	22 592	107,8	<b>101,4</b>

2009	23 344	103,3	<b>102,3</b>
2010	23 864	102,2	<b>100,7</b>
2011	24 455	102,5	<b>100,6</b>
2012	25 067	102,5	<b>99,2</b>
2013	25 035	99,9	<b>98,5</b>

Zdroj: ČSÚ

Meziročně průměrná hrubá měsíční mzda od roku 2000 pravidelně rostla až do roku 2013, kdy oproti roku 2012 zaznamenala mírný pokles z 25 067 CZK na 25 035 CZK. Pokles byl sice minimální, nicméně tento fakt poukazoval na nepříznivý vývoj na trhu práce a české ekonomiky.

## 2.1.4 Úrokové sazby

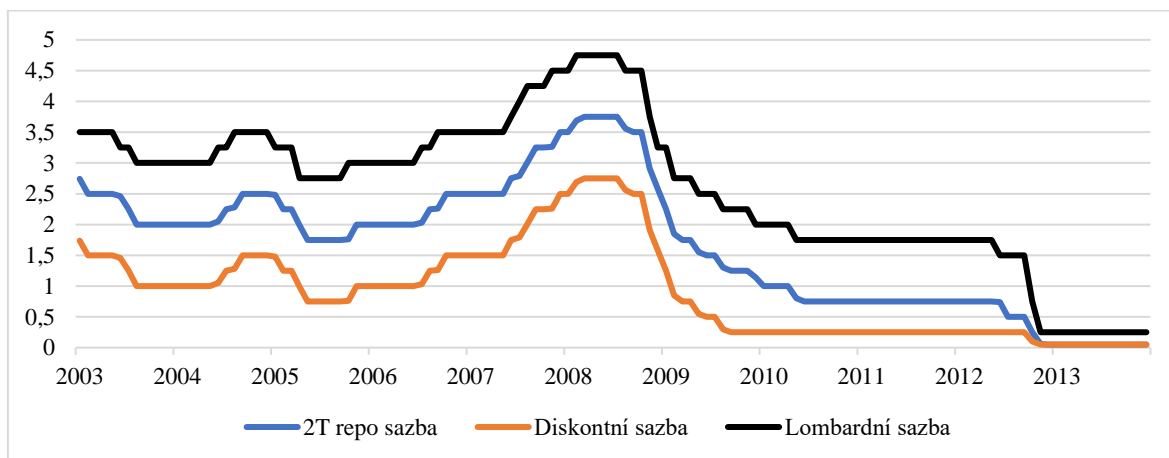
Svůj základní měnový nástroj ČNB využila jako odpověď na hospodářskou krizi již v roce 2008, kdy na začátku roku začala prudce snižovat své základní úrokové sazby. Jak je pro příklad vidět v tabulce 2.2, ČNB snižovala 2T repo sazbu od února 2008 do prosince 2009 z 3,75 % na 1 %, což je změna o 73 %.

Tab. 2.2: Vývoj úrokových sazeb za období 2008-2012 (v %)

	2T repo sazba	Diskontní sazba	Lombardní sazba
<b>8.2.2008</b>	3,75	2,75	4,75
<b>8.8.2008</b>	3,50	2,50	4,50
<b>7.11.2008</b>	2,75	1,75	3,75
<b>18.12.2008</b>	2,25	1,25	3,25
<b>6.2.2009</b>	1,75	0,75	2,75
<b>11.5.2009</b>	1,50	0,50	2,50
<b>7.8.2009</b>	1,25	0,25	2,25
<b>17.12.2009</b>	1,00	0,25	2,00
<b>7.5.2010</b>	0,75	0,25	1,75
<b>29.6.2012</b>	0,50	0,25	1,50
<b>1.10.2012</b>	0,25	0,10	0,75
<b>2.11.2012</b>	0,05	0,05	0,25

Zdroj: vlastní zpracování dle ČSÚ

Snaha o podporu české ekonomiky snížením ceny peněz, které mělo vést k nárůstu finančních prostředků v ekonomice a také depreciaci CZK na devizovém trhu, se ČNB, dle makroekonomických ukazatelů, vyplatila. V letech 2010 a 2011 došlo k oživení české ekonomiky, v roce 2012 však došlo opět k propadu české ekonomiky do recese. Odpovědí bylo snižování úrokových sazeb. Všechny 3 základní úrokové sazby se 2. 11. 2012 dostaly na 0,05 %, což je úroveň technické nuly. Spolu s tím bankovní rada ČNB také komunikovala směrem k veřejnosti svůj záměr ponechat úrokové sazby na technicky nulové úrovni tak dlouho, dokud nedojde k signifikantnímu nárůstu inflačních tlaků, což také rada dodržela a do konce roku 2013 úroveň úrokových sazeb neměnila.



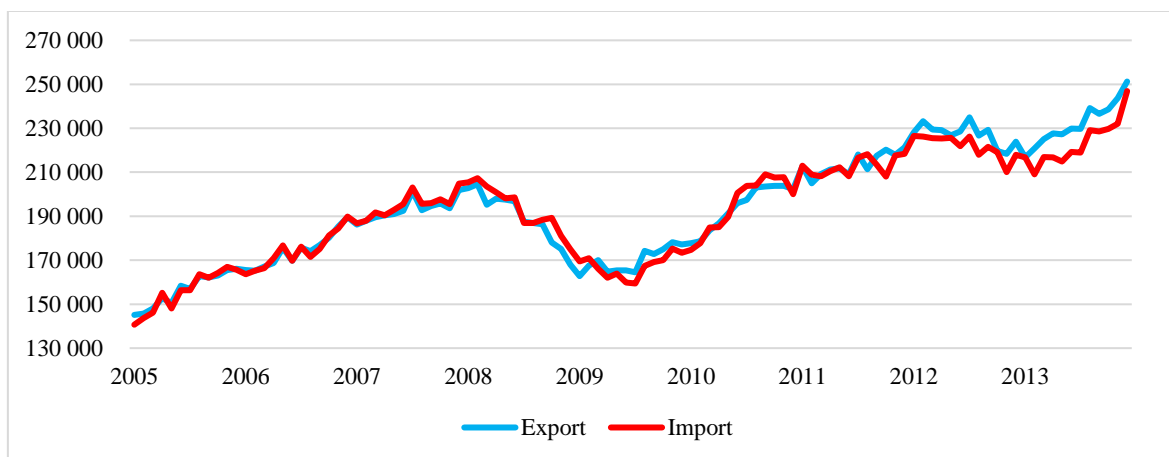
Obr. 2.5: Úrokové sazby ČNB v období 2000-20113 (v %)  
Zdroj: ČSÚ. vlastní zpracování

I přesto však prognózy z druhého pololetí 2012 naznačovaly potřebu dalšího snižování úrokových sazeb, a to poprvé v historii do záporných hodnot. ČNB se tak ocitla v nové situaci, a tak se v listopadu 2012, spolu s dosažením úrovně technické nuly u úrokových sazeb, nechala slyšet, že je připravena využít svůj další měnověpolitický nástroj, jímž byly intervence na devizovém trhu.

### 2.1.5 Platební bilance zahraničního obchodu

Co se týče obchodu, na obrázku 2.6 je možné vidět, že platební bilance je od roku 2005 po celou dobu velmi vyrovnaná. Také je možné pozorovat, že zdatně kopíruje trend vývoje HDP, kdy je taktéž vidět dopad světové hospodářské krize v letech 2007-2009. V tomto

období došlo k propadu obchodu a k záporné obchodní bilanci, neboť během většiny daného období import převažoval nad exportem. Další stagnace proběhla v roce 2012, avšak již v roce 2013 došlo k oživení poptávky a došlo k růstu jak exportu, tak importu.



Obr. 2.6: Import a export v období 2005-2013 (v mil. CZK, sezónně očištěná data)  
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Bylo tedy otázkou, s jakou účinností může oslabení kurzu v dalších letech posílit již tak slušně rozjetý export, při nepřilíš optimistické prognóze vývoje evropské ekonomiky, a tudíž pravděpodobně slábnoucí zahraniční poptávce.

### 2.1.6 Měnový kurz CZK/EUR

Při pohledu na obr. 2.7 je možné pozorovat převážně konzistentní růst devizového kurzu české koruny vůči euru, kdy jsou vidět dvě období strmého růstu, a posléze oslabení CZK v období 2002-2004 a 2007-2009.

Nová jednotná evropská měna byla zavedena 1. 1. 1999, k témuž dni také ČNB stanovila první rovnovážný kurz 35,226 EUR/CZK. Devizový kurz CZK začal svou cestu vůči EUR oslabením o 300 haléřů, na úroveň počátečního kurzu se CZK dostala až koncem roku 2000. Další dva roky převažovaly tendence na posílení kurzu, které ČNB mírnila intervencemi.

V roce 2002 však již došlo k prudkému posilování kurzu, kdy od konce roku 2001 do poloviny roku 2002 dosahovala apreciacie kurzu úrovně necelých 15 %. V tomto období sehrála svou roli i měnová politika ČNB, neboť vlivem pomalého snižování úrokových sazeb



došlo k výraznému úrokovému diferencíálu vůči úrokovým sazbám Evropské centrální banky. V tomto období také kurz poprvé překonal úroveň 30 CZK/EUR

Na situaci ČNB nakonec zareagovala snížením základních úrokových sazeb, viz obr. 2.5, a jak je možné vidět na obrázku 2.8 také intervencemi ve vyšším objemu, které vedly k viditelnému nárůstu devizových rezerv. Dále k tomu přispěla zpomalující se domácí ekonomika, vysoké schodky zahraničního obchodu a také povodně ze srpna 2002. Díky tomu se posilující tendence kurzu na rok a půl odmlčely.

Kurz oslabil až na 33 CZK/EUR a to na přelomu ledna a února roku 2004. Znovu oživit trend růstu kurzu pomohl mimo jiné vstup České republiky do Evropské unie 1. 5. 2004. Trend postupného posilování české měny pokračoval následující dva roky, kdy v roce 2005 překonal kurz hranici 29 CZK/EUR a v roce 2006 hranici 28 CZK/EUR.



Obr. 2.7: Měnový kurz CZK/EUR v období 2000-2013

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

V roce 2007 dolehla na eurozónu světová finanční a posléze hospodářská krize, což mělo za následek rapidní posilování kurzu. Od 27. února, kdy byl kurz 28,46 CZK/EUR, se kurz propadl dne 21. července 2008 až na úroveň 22,97 CZK/EUR.

Kurz se tedy za necelý rok a půl propadl o téměř 20 %. Následovaly mohutné intervence ČNB na oslabení kurzu, doprovázené projevem následků světové hospodářské krize i v České republice, což dne 17. února 2009 způsobilo prudké oslabení kurzu až na hodnotu 29,47 CZK/EUR. To byla ještě silnější změna (konkrétně o 22 %), ale pouze za dobu trvající 7 měsíců. Ještě během roku se kurz vrátil na úroveň okolo 26 CZK/EUR.



Obr. 2.8: Devizové rezervy ČNB v období 1/2000-10/2013 (v mil. CZK)  
Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Takto silné kolísání kurzu není pro domácí ekonomiku příznivé. Naštěstí během následujících dvou let nedošlo k dalším silným výkyvům, kdy česká koruna stagnovala kolem 24 a 25 CZK/EUR. Tento trend trval i téměř po celý rok 2013 až do listopadu, kdy se ČNB zavázala ke kurzovému závazku 27 CZK/EUR.

## 2.2 Vývoj české ekonomiky během kurzového závazku ČNB v letech 2013-2017

Vývoj makroekonomických ukazatelů České republiky a nepříznivé prognózy, především nízké inflační očekávání, naznačovaly potřebu dalšího uvolnění měnové politiky v situaci, kdy byly základní úrokové sazby na úrovni technické nuly, a tedy ČNB již neměla možnost použít svůj hlavní měnověpolitický nástroj. 7. listopadu 2013 se tak bankovní rada na svém zasedání rozhodla přestat dále vyčkávat a přistoupila k uvolnění měnové politiky za pomoci oslabení domácí měny, kterého dosáhla intervencemi na devizovém trhu.

*„Nebezpečí roztočení recesně deflační spirály bankovní rada v listopadu vyhodnotila jako natolik vysoké, že ČNB vstoupila na devizový trh a oslabila korunu v rozsahu necelých 5 %. Zároveň vyslovila veřejný kurzový závazek, že bude na devizovém trhu intervenovat tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 korun za euro tak dlouho, dokud nezíská jistotu, že významně pokleslo riziko podstřelování inflačního cíle ve výši 2 %.“ (Singer, 2013, str. 10)*

K situaci, kdy bylo nutné dále uvolnit měnovou politiku, avšak základní úrokové míry již byly na nulové úrovni, dospěly po vypuknutí světové hospodářské krize mnohé z centrálních bank. Možnost přístupu k této situaci a volby měnového nástroje je u jednotlivých centrálních bank rozdílná. Například FED, Bank of England a ECB přistoupily ke kvantitativnímu uvolňování nakupováním státních cenných papírů a poskytováním úvěrů komerčním bankám s delší než obvyklou dobou splatnosti. Jiné banky se vydaly cestou záporných úrokových sazeb. (Minenna, 2016)

Stejnou cestu jako ČNB volily centrální banky Švýcarska nebo Izraele. Není náhodou, že tyto ekonomiky působí, stejně jako ČNB, v malé otevřené ekonomice. Dle Tomšíka (2015) je pro malou proexportní českou ekonomiku nejefektivnější využití kurzu jako nástroje měnové politiky a případné devizové intervence. Kvantitativní uvolňování je v podmínkách peněžního trhu ČR, který je charakteristický přebytkem likvidity, stěží realizovatelné a smysluplné. Záporné úrokové sazby pak naráží na některé praktické problémy v podobě nesmyslných záporných sankčních úroků či hrozbě hromadění hotovosti.

Dle Singera (2013) bylo hlavním cílem odvrátit riziko deflace, dosáhnout dříve inflačního cíle, napomoci rychlejšímu oživení české ekonomiky a opustit hladinu úrokových sazeb předtím, než by tomu bylo bez závazku k oslabení České koruny.

Těchto cílů se tedy ČNB snažila nepřímou dosáhnout využitím měnového kurzu za pomoci transmisního mechanismu. Fungování tohoto transmisního mechanismu popisuje Tomšík (2015) následovně: *„Oslabení měnového kurzu v malé otevřené ekonomice podporuje cenovou konkurenceschopnost vývozců. Vývozců dostávají za své zboží více v domácí měně, a jestliže jsou jejich náklady převážně domácí, jejich ziskovost roste. Slabší kurz zároveň zvedá ceny dováženého zboží, což podporuje poptávku po zboží domácího původu. Domácnosti a firmy postupně zjišťují, že jejich očekávání velmi nízkých či dokonce klesajících cen jsou nesprávná a že se jim nevyplatí čekat na další pokles cen. Část firem a domácností, zejména ty s vysokým a středním příjmem, zvýší svůj sklon ke spotřebě a investicím. Rostoucí poptávka implikuje růst zaměstnanosti a mezd. Posílení domácí poptávky a růst zaměstnanosti a mezd jsou hlavním kanálem přenosu oslabeného kurzu. Kromě toho jsou zde i přínosy v podobě větší jistoty udržení si stávajícího zaměstnání nebo vyšší šance najít si zaměstnání nové. Tyto dlouhodobé přínosy jednoznačně převáží nad bezprostředními důsledky oslabení měny, které mohou být v krátkém období nepříznivé.*

*Jedná se například o dražší dovoz surovin ze zahraničí. Vyšší příjmy a spotřeba domácností stejně jako zisky a investice podniků předznamenávají vyšší příjmy pro státní rozpočet, a kromě soukromé spotřeby zvyšují prostor pro stimulaci přes vládní výdaje.“*

### **2.2.1 Vývoj inflace**

Dle vývoje inflace v prosinci 2013 a začátkem roku 2014 se ČNB skutečně podařilo uvolněním měnové politiky pomocí oslabení kurzu CZK odvrátit deflační hrozbu, kdy dle prognózy ve zprávě o inflaci IV 2013 měla celková inflace bez uvolnění měnové politiky klesat v lednu 2014 až k 0% hranici, viz obr. 2.3. Ve skutečnosti celková inflace klesla v prosinci 2013 na 1,4 % a v lednu 2014 na 0,2 %, což bylo téměř ve shodě s prognózou ČNB, která odhadovala celkovou inflaci v lednu 2014 ve výši 0,3 %.

Prognóza dále předpovídala návrat inflace k růstu již v prvním čtvrtletí 2014 a dosažení cíle inflace již ve třetím čtvrtletí 2014. Zde se už očekávaný vliv oslabení kurzu na inflaci se skutečností výrazně lišil, neboť se od ledna 2014 po celý zbytek roku inflace držela u 0% hladiny až do prvního čtvrtletí 2015, kdy byla na 0,1% úrovni. Důvodem nižší inflace byly dle výroční zprávy ČNB 2014 především vyšší deflační tlaky v eurozóně, než bylo očekáváno. Ty tlumily růst dovozních cen a působily tak proti zvyšování domácí inflace. V závěru roku pak došlo k výraznému poklesu světových cen ropy. Do meziročního poklesu přešly rovněž ceny potravin, a to v návaznosti na předchozí pokles světových cen agrárních komodit a zákazu jejich dovozu do Ruska. Tyto skutečnosti vedly postupně během roku ke korekci prognózy inflace, kdy se dosažení inflačního cíle posunulo z konce roku 2014 až na počátek roku 2016. Zároveň s tím bylo bankovní radou ČNB uvažováno o dalším uvolnění měnové politiky s ještě větším oslabením kurzu CZK, nakonec došlo pouze k prodloužení kurzového závazku minimálně do druhé poloviny roku 2016.

Nicméně díky rychlému odeznění protiinflačního působení domácí ekonomiky, obnovení růstu mezd a zvýšení dovozních cen, došlo v roce 2014 poprvé po pěti letech ke vzestupu jádrové inflace (dle slovníku ČNB se jedná o celkovou inflaci bez regulovaných cen, bez cen potravin a bez cen pohonných hmot po očištění o primární dopady změn nepřímých daní) ze záporných hodnot. Tři výše jmenované vlivy, působící pozitivně na inflaci, byly dle ČNB podporovány mimo jiné také oslabením kurzu.

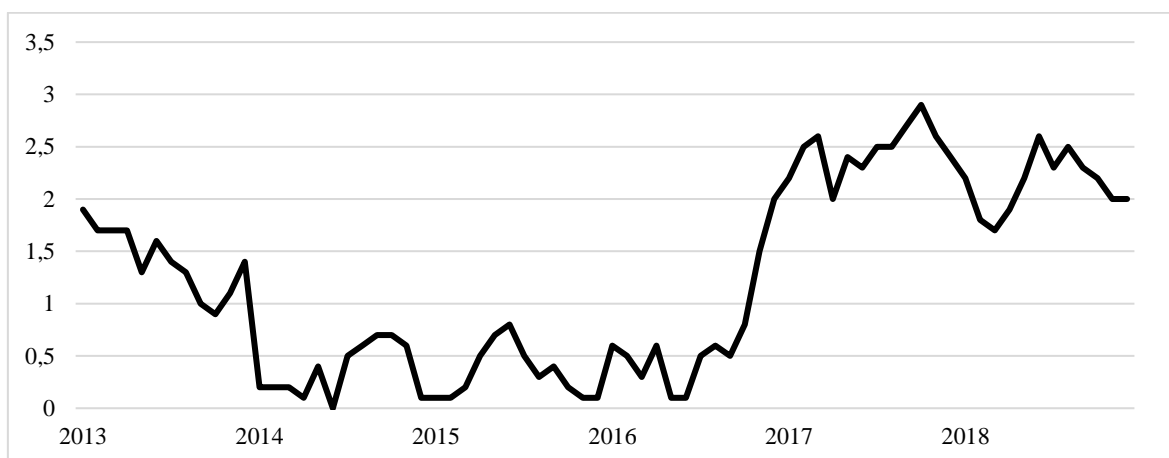
V roce 2015 se celková inflace držela pod dolní hranicí tolerančního pásma, kdy roční průměrná inflace dosáhla pouze 0,3 %, což byla nejnižší hodnota od roku 2003. K takto mimořádně nízké inflaci dle výroční zprávy ČNB z roku 2015 přispíval zejména výrazný a prohlubující se meziroční pokles cen pohonných hmot, odrážející propad světových cen ropy a ve druhém pololetí i klesající regulované ceny a zastavení růstu cen potravin. Dle prognózy o inflaci se dosažení inflačního cíle postupně posunulo ze začátku roku 2016 až na počátek roku 2017. K posunu došlo opět především z důvodu nižší pozorované inflace a nižšímu výhledu zahraničních výrobních a domácích regulovaných cen v důsledku klesajících světových cen ropy. Tento vývoj přiměl bankovní radu ČNB prodloužit kurzový závazek až do roku 2017, dále byla během roku také diskutována možnost záporných úrokových sazeb.

Na druhou stranu jádrová inflace se dále mírně zvyšovala a ke konci roku dosáhla téměř 1,5 %, tedy nejvyšší hodnoty za posledních sedm let. Tento vývoj jádrové inflace přitom odrážel zejména rostoucí inflační tlaky z domácí ekonomiky v návaznosti na robustní hospodářský růst, pokračující zlepšování situace na trhu práce a zvyšující se dynamiku mezd.

Rok 2016 se nesl v nastaveném trendu, kdy se inflace po většinu roku pohybovala pod spodním tolerančním pásmem inflace. Hlavním důvodem byly, dle výroční zprávy ČNB 2016, nízké ceny energetických surovin i potravin, které do značné míry kompenzovaly jádrovou inflaci, přesahující 1 %. Ta odrážela domácí inflační tlaky, silící v prostředí pokračujícího solidního růstu ekonomiky a zvyšující se dynamiky mezd. Prognózy inflace během roku posunuly dosažení 2% cíle až na polovinu roku 2017, s čímž bankovní rada ČNB prodloužila kurzový závazek až do druhé poloviny roku 2017 a znovu diskutovala jeho možné posunutí na slabší úroveň, a také použití záporných úrokových sazeb. Na konci roku 2016 došlo k rychlému oživení cen surovin a spolu s tím nečekanému růstu výrobních cen v eurozóně. Inflace reagovala na změnu situace slibným růstem ke konci roku, kdy nejdříve v listopadu 2016 prolomila hranici spodního tolerančního pásma a v prosinci 2016 dosáhla po čtyřech letech inflačního cíle 2 %.

Začátkem roku došlo nejdříve k očekávanému prolomení dolní hranice tolerančního pásma inflace a zpráva o inflaci I 2017 předpokládala pohyb inflace v horním tolerančním pásmu.

Zároveň ekonomika spolu s růstem mezd měla dále zrychlovat a nezaměstnanost klesat. Dále se předpokládalo opuštění od kurzového závazku v polovině roku 2017.



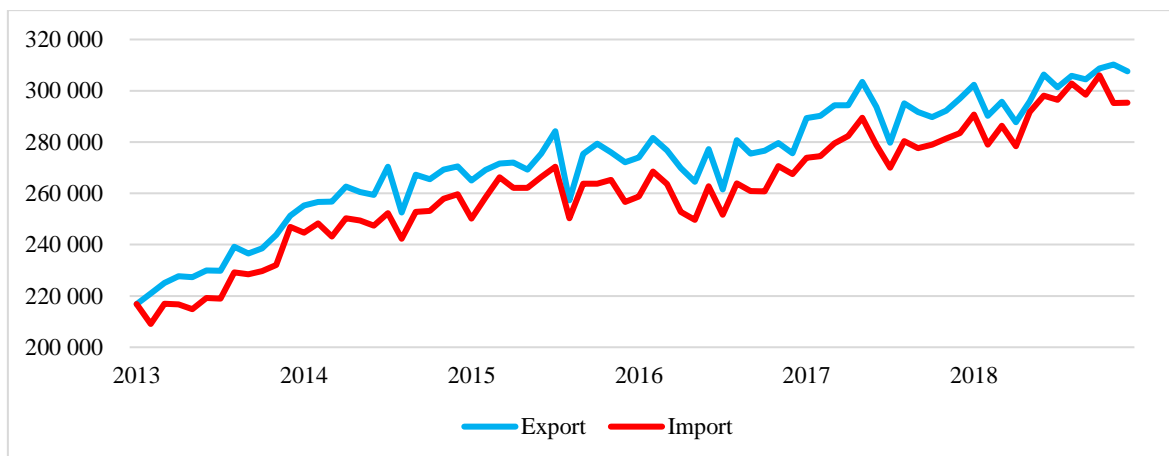
Obr. 2.9: Celková inflace dle PISC za období 2013-2018 (v %)

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Avšak bankovní rada po důkladné analýze makroekonomických dat, analýz a prognostických scénářů přistoupila 6. dubna 2017 k ukončení kurzového závazku, jelikož byly naplněny podmínky pro udržitelné plnění inflačního cíle do budoucna. To se ukázalo jako pravdivé, protože se celková inflace od té doby až do konce roku 2018 pohybovala v horním tolerančním pásmu a zpráva o inflaci IV 2018 předpovídala stejný trend do konce roku 2020.

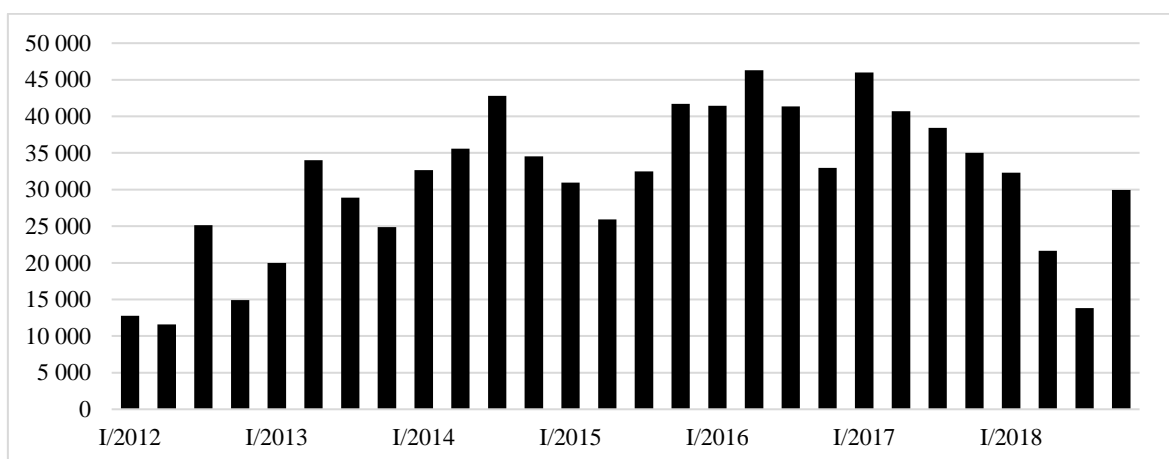
### 2.2.2 Vývoj platební bilance zahraničního obchodu

Jak je možné pozorovat na obr. 2.10, i po oslabení kurzu export i import dlouhodobě pokračovaly v trendu pozvolného růstu. Pokud jsou vzata v úvahu sezónně očištěná data, byla také platební bilance po celou dobu trvání kurzového závazku kladná, tedy import nepřevýšil export.



Obr. 2.10: Import a export v období 2013-2018 (v mil. CZK, sezónně očištěná data)  
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Již na přelomu let 2012 a 2013 začaly objemy exportu i importu růst. Zahájení kurzového závazku v listopadu 2013 tento trend nikterak výrazně neovlivnilo. Dále je možné pozorovat konstantní trend růstu do poloviny roku 2015, což souviselo s vysokým růstem HDP v tomto roce. Po celý rok 2016 však došlo ke stagnaci mezinárodního obchodu ČR. V tomto roce je také možné pozorovat pokles růstu HDP oproti předešlému roku. V roce 2017 a 2018 se import a export vrátili k trendu postupného růstu.



Obr. 2.11: Platební bilance za období 2012-2018 (v mil. CZK, sezónně očištěná data)  
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Co se platební bilance týče, je možné pozorovat její postupný kladný růst od roku 2012. V roce 2013 tento trend pokračoval, a zároveň je na tomto místě zajímavé zmínit čtvrtý kvartál, kdy byl zahájen kurzový závazek. Dle teorie by oslabení kurzu mělo mít pozitivní vliv na růst exportu a zároveň snížení importu, a tedy následný efekt na růst platební bilance.

Dle výroční zprávy ČNB z roku 2013 mělo zavedení kurzového závazku, a s tím i okamžité oslabení kurzu, pozitivní efekt na DPH a inflaci již koncem roku 2013. Dle dat v listopadu opravdu zahraniční export oproti říjnu vzrostl o 5 197 mil. CZK, avšak nijak se nevychýlil od celoročního trendu růstu exportu. Import posílil pouze o 2 360 mil. CZK, bilance se tak dostala do přebytku čistého exportu 11 693 mil. CZK, což bylo nejvíce za uplynulých pět měsíců. Závěrem tedy může být, že oslabení kurzu mělo na obchodní bilanci pozitivní účinek. V prosinci 2013 se však import z poptávkového šoku dostal a čistý export tak za tento měsíc činil 4 344 mil. CZK, což bylo mimochodem nejméně od ledna 2013. Po zhlédnutí obr. 2.11 vyplývá, že čtvrté čtvrtletí bylo v přebytku platebního salda za rok 2013 až třetí nejvyšší. Z dat lze vyvodit závěr, že vliv oslabení kurzu na platební bilanci byl krátkodobě pozitivní, avšak k ekonomickému růstu ke konci roku nijak významně nepřispěl.

Přebytek platební bilance se dále navyšoval během roku 2014. V roce 2015 díky slabé zahraniční poptávce čistý vývoz klesl oproti minulému roku, a i přesto HDP České republiky v tomto roce dosáhl rekordního růstu. V roce 2016 dosáhl čistý export svého maxima 162 049 mil. CZK. V roce 2017 si čistý export udržel téměř stejnou úroveň oproti předcházejícímu roku, kdy úroveň klesla o 1 875 mil. CZK. Ovšem v tomto roce dosahoval čistý export nejlepších výsledků na začátku roku a následně v průběhu roku klesal, což je pravděpodobně mimo jiné následkem ukončení kurzového závazku a postupným posilováním české koruny od začátku druhého čtvrtletí 2017. V roce 2018 dále čistý export klesal.

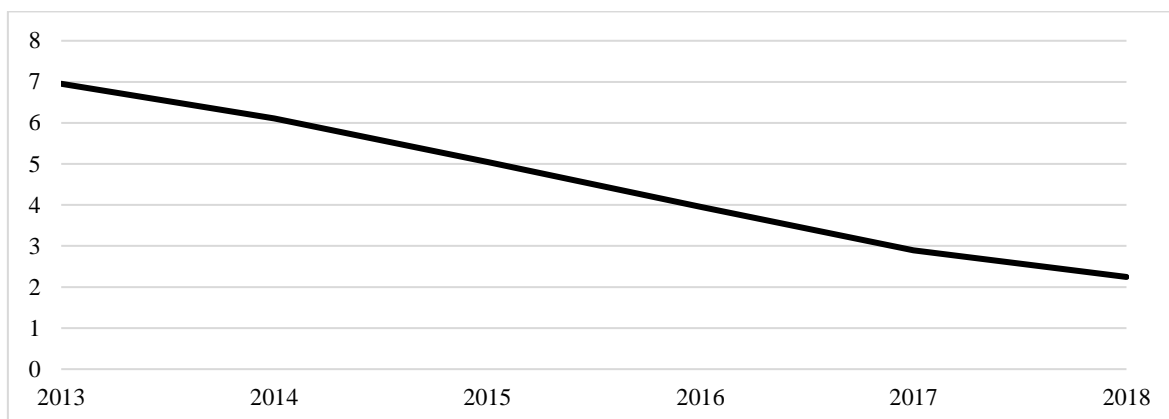
### **2.2.3 Vývoj nezaměstnanosti**

Míru nezaměstnanosti v době kurzového závazku ukazuje obr. 2.12. Během celého vymezeného období, tedy od konce roku 2013 do konce roku 2018, byla míra nezaměstnanosti klesající.

V roce 2013 dosahovala míra nezaměstnanosti 7 %, v roce 2014 se úroveň snížila již na 6 %. Následující rok činila míra nezaměstnanosti 5 % a pokračovala v poklesu, který v roce 2016 dosáhl hodnoty 4 %. V roce 2017 činila míra nezaměstnanosti pouhých 2,9 %. V posledním sledovaném roku klesla míra nezaměstnanosti na úroveň 2,3 %, což Českou republiku řadilo v míře nezaměstnanosti na první místo mezi zeměmi EU.



Hlavním důvodem poklesu míry nezaměstnanosti byl růst HDP a s ním také narůstající počet volných pracovních míst. Růst HDP působil jako hlavní stimul na poptávku po práci a motivoval obyvatelstvo k zaměstnanosti, což způsobilo výše zmíněný 5% pokles míry dlouhodobé nezaměstnanosti. Zároveň tím, že domácnosti více pracovaly, docházelo k růstu jejich příjmů, a to zase mělo pozitivní efekt na růst agregátní poptávku.



Obr. 2.12: Míra dlouhodobé nezaměstnanosti v období 2013-2018 (v %)

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

S postupně klesající mírou nezaměstnanosti se v roce 2016 objevily známky přehřátí trhu práce, kdy začalo docházet k velkému převisu poptávky po práci nad její nabídkou. Tento vývoj pokračoval i v roce 2017 a situace již byla taková, že bylo evidováno okolo 250 000 pracovních míst a nezaměstnaných bylo necelých 264 000, a tento trend stále pokračuje. Firmy si tak musí více konkurovat při získání a udržení nových i stávajících zaměstnanců.

Tab. 2.3: Průměrná hrubá měsíční mzda za období 2013-2018

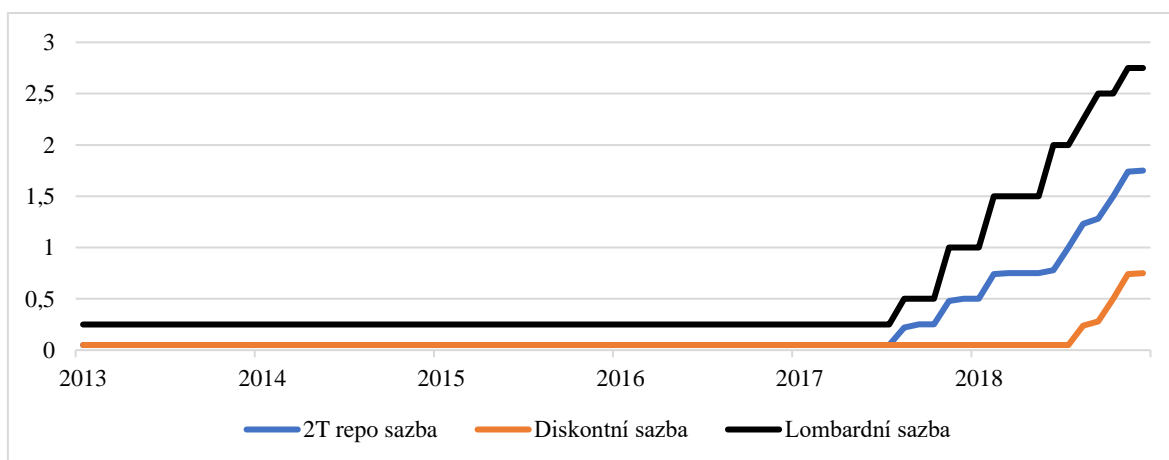
Období <i>Period</i>	Průměrná hrubá měsíční mzda <i>Average gross monthly wages</i>		
	nominální mzda (v Kč) <i>Nominal wage (CZK)</i>	index nominální mzdy SOPR=100 <i>Nominal wage index, SPPY=100</i>	index reálné mzdy SOPR=100 <i>Real wage index, SPPY=100</i>
2012	25 067	102,5	<b>99,2</b>
2013	25 035	99,9	<b>98,5</b>
2014	25 768	102,9	<b>102,5</b>
2015	26 591	103,2	<b>102,9</b>
2016	27 764	104,4	<b>103,7</b>
2017	29 638	106,8	<b>104,2</b>
2018	31 868	107,5	<b>105,3</b>

Zdroj: ČSÚ

To vytváří silný tlak na růst hrubých mezd, což shrnuje tabulka 2.3, neboť se meziroční tempo růstu mezd od roku 2013 zvyšuje. Od roku 2013 se tak průměrná nominální mzda zvýšila z 25 067 Kč na 31 868 Kč za rok 2018, za pět let tedy došlo k růstu o více než 6 000 Kč.

## 2.2.4 Vývoj úrokových sazeb

S možností opětovného využití základních úrokových sazeb jako hlavního nástroje měnové politiky bylo počítáno až při ukončení kurzového závazku, avšak bankovní rada ČNB několikrát během kurzového závazku nechala sestavit prognózy a projednala možné dopady záporných úrokových sazeb na vývoj české ekonomiky. Nicméně více pravděpodobné bylo posunutí kurzového závazku, které by vedlo k ještě většímu oslabení české měny než přistoupení k záporným úrokovým sazbám. Ani to se však nestalo, a tak ani základní úrokové sazby se od roku 2012 do roku 2017 neměnily.



Obr. 2.13: Úrokové sazby ČNB v období 2013-2018 (v %)  
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Po ukončení kurzového závazku prognózy odhadovaly začátek růstu úrokových sazeb ve třetím čtvrtletí roku 2017. Což se také stalo, protože k 31. 8. 2017 došlo konkrétně ke změně dvou níže uvedených sazeb, a to 2T repo sazby a lombardní sazby. ČNB se tak stala první centrální bankou v Evropě a třetí ve vyspělých ekonomikách světa, která úrokovou sazbu po mnoha letech opět zvýšila. Díky dalšímu zrychlení mzdové dynamiky i růstu HDP v listopadu 2T repo sazba rostla z původních 0,05 % do konce roku 2017 až na hodnotu 0,5 %, a dále do konce roku 2018 vzrostla na úroveň 1,75 %. Růst lombardní sazby se odrazil

z úrovně 0,25 % a do konce roku 2017 dosáhl výše 1 %. Poté v roce 2018 taktéž tato sazba, stejně jako předchozí zmíněná, pokračovala v růstu, a to do konce roku 2018 až na úroveň 2,75 %. Poslední základní úrokovou sazbou je diskontní sazba, která svůj vývoj změnila až o rok později, a to k 31. 8. 2018. Z původních 0,05 % začala růst do konce téhož roku na úroveň 0,75 %.

### 2.2.5 Vývoj měnového kurzu CZK/EUR a devizových rezerv

Po rozhodnutí bankovní rady na svém zasedání 7. listopadu 2013 začala ČNB s první vlnou intervencí, které v listopadu činily v úhrnu 202,5 mld, viz obr. 2.14. Kurz České koruny díky tomu během čtyř dnů oslabil z 25,76 na 27,01 CZK/EUR a již pod tuto hranici do dubna 2017 neposílil. Průměrný měsíční kurz tak v listopadu 2013 oslabil z říjnového průměru 25,658 na 26,925 CZK/EUR. Během roku 2014 osciloval kolem 27,5 CZK/EUR a to bez zásahů ČNB. Pozornost si zaslouží prosinec 2014 a leden 2015, kdy v těchto měsících průměrný měsíční kurz České koruny dosahoval nejslabších hodnot 27,634 a 27,895 CZK/EUR za celou dobu trvání kurzového závazku.



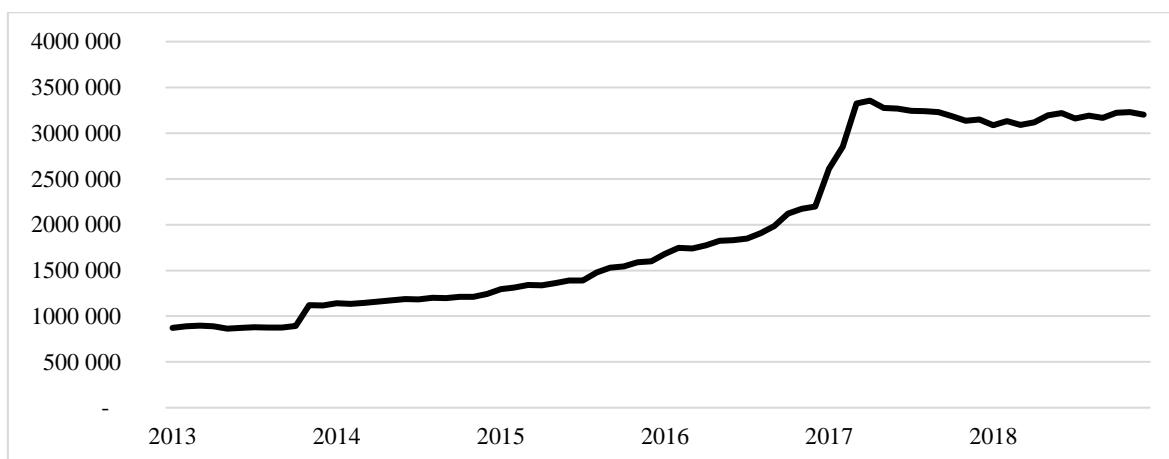
Obr. 2.14: Měnový kurz CZK/EUR v období 2013-2018

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Na začátku roku 2015 se během ledna a února také o kurzovém závazku kriticky vyjádřil prezident Miloš Zeman, což způsobilo významné, ale krátkodobé posílení České koruny. Dále během roku přistoupila ECB k dalšímu snižování již záporných úrokových sazeb. To spolu s růstem české ekonomiky přispělo k posilování české koruny, a tak se kurz postupně v průběhu roku blížil k hranici kurzového závazku. ČNB tak poprvé od zahájení kurzového

závazku vstoupila na devizový trh a intervenovala poprvé v červenci 2015 za přibližně 28 mld. CZK, poté v srpnu za přibližně 101 mld. CZK, v září za necelých 63 mld. CZK, v listopadu za 10 mld. CZK a v prosinci za přibližně 42 mld. CZK. I přesto se však ČNB podařilo bránit kurzový závazek jen těsně, jelikož rok 2015 byl zakončen prosincovým průměrným kurzem 27,026 CZK/EUR a ročním přírůstkem eurových devizových rezerv za 244 mld. CZK.

Podobný trend jako v druhé části roku 2015 pokračoval i v roce 2016, kdy většina hlavních makroekonomických ukazatelů nasvědčovala růstu české ekonomiky a v polovině roku se k nim také konečně přidal růst inflace. ČNB i přesto po zbytek roku pokračovala intervencemi v ochraně kurzového závazku. Začala první čtvrtletí v lednu a únoru nákupem eur na devizovém trhu v objemu 58 mld. a 17 mld. CZK. V druhém čtvrtletí pokračovala dubnovými intervencemi za 11 mld. CZK a poté v květnu a červnu za 15,5 mld. a 8,5 mld. CZK. Za třetí čtvrtletí intervenovala ČNB v každém měsíci dohromady za 136 mld. CZK. V říjnu, listopadu a prosinci intervenovala za 107 mld., 14 a 88 mld. CZK. ČNB tak intervenovala kromě března v každém měsíci za dohromady 455 mld. CZK, tedy téměř dvojnásobně oproti předešlému roku, a díky tomu držela po celý rok kurz české koruny těsně nad kurzovým závazkem, kdy měsíční průměr za listopad byl 27,03 CZK/EUR.



Obr. 2.15: Devizové rezervy ČNB v období 2013-2018 (v mil. CZK)

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Začátek roku 2017 byl spolu s mírou celkové inflace nad inflačním cílem ve znamení očekávání konce kurzového závazku. Díky tomu se k růstu české ekonomiky a inflace přidal také silný tlak spekulantů, kteří chtěli vydělat na očekávaném brzkém posilování české

koruny. To zapříčinilo rekordní měsíční objemy intervencí nejprve v lednu za 391 mld. CZK, poté v únoru za 220 mld. CZK a v březnu za rekordních 520 mld. CZK. Poté za prvních 6 dubnových dní před ukončením kurzového závazku intervenovala za 18. mld. CZK. Za první čtyři měsíce roku 2017 tedy ČNB intervenovala za 1,149 bilionu Českých korun, což bylo více než za uplynulých 38 měsíců trvání kurzového závazku. Celkový účet za celou dobu trvání byl vyčíslen na nákup eur v celkové hodnotě 2,05 bilionu CZK, a devizové rezervy díky tomu vzrostly na 3,3 bilionu CZK. Jaké měly takto velké intervence dopad do výsledku hospodaření ČNB, je rozebráno v následujícím oddílu.

Jedna z nejčastěji kladených otázek během intervencí směřovala na vývoj kurzu české koruny po ukončení intervencí. Panovaly obavy z nadměrného posílení kurzu České koruny po ukončení závazku. ČNB tak začala během roku 2016 tento problém komunikovat směrem k veřejnosti a upozorňovala, že případné posílení kurzu po opuštění kurzového závazku bude tlumeno mimo jiné zajištěním kurzového rizika ze strany vývozců během trvání závazku, uzavíráním korunových pozic finančních investorů a případnými intervencemi ČNB ke zmírnění kurzových výkyvů.

Rostoucí objemy intervencí a vysoká míra růstu inflace zřejmě donutily ČNB upustit od kurzového závazku dříve než v polovině roku 2017, jak bylo očekáváno. Bankovní rada ČNB se tak rozhodla na svém zasedání 6. dubna 2017. Kurz poté začal podle očekávání oslabovat, ale pomaleji, než se mnoho kritiků intervencí obávalo. Po zbytek roku kurz posiloval až na úroveň 25,5 CZK/EUR. Na začátku roku 2018 se blížil kurz až k úrovni 25 CZK/EUR, poté však oslabil a držel se po zbytek roku mezi 25,5 a 26 CZK/EUR, což byla úroveň, ve které se kurz nacházel i před zahájením kurzového závazku.

### **2.2.6 Vývoj HDP**

Jak již bylo uvedeno v předchozích kapitolách, zprostředkujícím cílem kurzového závazku bylo podpořit agregátní poptávku a tím pozitivně působit na hrubý domácí produkt. Při úvahách o HDP počítaném výdajovou metodou, oslabení kurzu měny působí na všechny čtyři složky.

$$HDP = C + I + G + NX \quad (2.1)$$

C = výdaje domácností na spotřebu

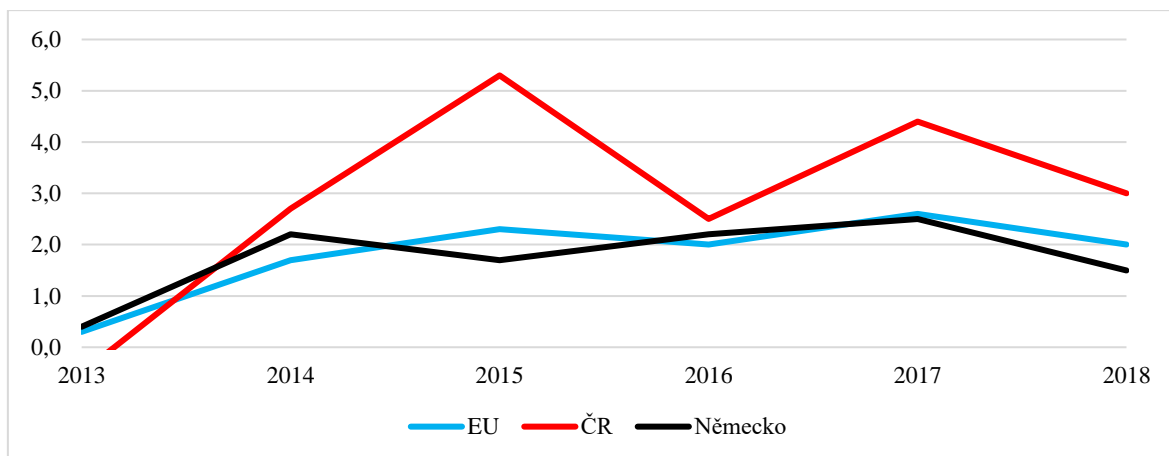
I = soukromé hrubé domácí investice

G = výdaje státu na nákup výrobků a služeb

NX = čistý export

Při uvažování výdajů domácností na spotřebu, oslabení kurzu působí zprostředkovaně přes růst inflace na odkládání spotřeby domácností, a tím tedy na růst jejich poptávky. Výdaje domácností skutečně od roku 2013 každoročně rostly, nicméně trend růstu začal již v době před intervencemi, proto nelze jednoznačně dojít k závěru, do jaké míry mělo oslabení kurzu na poptávku domácností vliv. Jediné období, na které změna kurzu měla očividný vliv, je období mezi zahájením kurzového závazku a začátkem roku 2014. Po zahájení kurzového závazku bylo možné pozorovat razantní růst poptávky po importovaném zboží, z důvodu očekávání zvýšení cen po vyprodání zásob dovezených ještě v období před zahájením kurzového závazku. Poptávka byla ještě umocněna předvánočním obdobím.

Stejným efektem má oslabení kurzu působit i na podniky a jejich investice. V prostředí malé otevřené proexportně orientované ekonomiky je velmi důležité, že spolu se stimulací investic má oslabení kurzu pozitivní efekt na exportně orientované podniky, kterým se tak zvýší příjem z inkasovaných eur a díky tomu mohou snížit své ceny. Snížením cen se tak zlepši jejich konkurenceschopnost a pravděpodobně by se tak měly navýšit objemy prodeje, což vede k růstu exportu. Z navýšeného příjmu také mohou navýšit své investice či platy zaměstnanců. To vše vede k navýšení poptávky, a tedy růstu HDP. Naopak import by měl vzhledem k růstu cen dováženého zboží oslabit. Ve skutečnosti však k výraznějšímu růstu exportu došlo jen krátkodobě na začátku oslabení české koruny, ale poté se export i import vrátili k předešlému trendu postupného růstu, a to i přes slabou zahraniční poptávku, což bylo pro českou ekonomiku pozitivní. Nicméně opět není možné pozorovat očekávaný přínos oslabení české koruny.



Obr. 2.16: Meziroční růst HDP v období 2013-2018 (v %)  
Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Kurzový závazek vstoupil v platnost v roce, kdy se česká ekonomika potýkala již druhým rokem s recesí, vysokou nezaměstnaností, nízkými příjmy a spotřebou domácností i zisky a investic firem. Ale již v průběhu zobrazených let došlo k oživení především domácí nabídky i investic, a to spolu s výhledy napovídalo, že dopady světové hospodářské krize pomalu doznívají a že se česká ekonomika vymaňuje z recese. I přesto rok 2013 česká ekonomika zakončila v poklesu meziročního HDP o 0,5 %.

Rok 2014 byl ve znamení sílící české ekonomiky, tahounem byla spotřeba domácností a investice. Příznivý vliv mělo také ukončení restriktivní fiskální politiky. Dobré výsledky českých podniků měly příznivý vliv na tvorbu nových pracovních míst, a tedy klesající nezaměstnanost. Za očekáváním zůstal čistý export a s tím slabá zahraniční poptávka. Jak lze vidět na obr. 2.16, jak hlavní obchodní partner ČR, kterým je Německo, tak zbytek EU se z hospodářské krize vzpamatovávaly hůře. Česká ekonomika tak po dvou letech překonala průměru EU a to o 1 %, kdy rok 2014 končila s meziročním růstem HDP o 5,3 %.

V roce 2015 zaznamenala česká ekonomika svůj nejlepší výsledek tempa růstu HDP. Ekonomiku táhla především poptávka domácností a firem. Významně také přispěly vládní investice spojené s dočerpáváním prostředků z fondů EU předchozího programového období. Pouze čistý vývoz oproti minulému roku mírně poklesl z důvodu vyššího tempa růstu importu nad exportem. I přesto však česká ekonomika ukončila rok 2015 s meziročním tempem růstu HDP 5,3 %, což bylo o 3 % více než průměr EU.

Česká ekonomika v roce 2016 pokračovala již třetím rokem v růstu, avšak samotné tempo růstu HDP kleslo na polovinu na 2,5 %. Vinou bylo oslabení investic firem a státních výdajů především díky vyčerpání dotačních programů EU. U firem to bylo například i přehřátí trhu práce, kde začala výrazně převyšovat poptávka nad nabídkou po práci, to vyvíjelo nadměrný tlak na růst mezd a firmy přicházely o příjmy spojené s nadměrným počtem neobsazených pracovních míst. Také přírůstek čistého exportu do HDP byl opět nevýrazný.

V roce 2017 i po ukončení kurzového závazku a posilování české měny česká ekonomika rostla a meziroční tempo růstu HDP oproti předchozímu roku vzrostlo na 4,4 %. ČNB tak po zrušení kurzového závazku přistoupila k restriktivní měnové politice, kdy po více jak čtyřech letech znovu začala využívat svůj standardní měnověpolitický nástroj, jímž je zvýšení základních úrokových sazeb. Stále se prohluboval rozdíl mezi nabídkou a poptávkou na trhu práce. Posílení české měny mělo vliv na snižující se kladnou platební bilanci, i přesto export a import pokračovaly v růstu.

Rok 2018 byl ve znamení pomalejšího růstu, avšak stále nad průměrem EU, kdy meziroční růst HDP dosáhl 3 %. Rekordní nerovnováha na trhu práce a proinflační vývoj dovozních cen spolu s oslabením kurzu české koruny působily pozitivně na růst inflace. ČNB tak během roku pokračovala v restriktivní měnové politice, kdy celkem pětkrát zvýšila úrokové sazby.

### **2.2.7 Zhodnocení kurzového závazku**

Z předchozích kapitol je možné potvrdit úsudek ČNB o přínosu kurzového závazku ke stabilitě měny. Podařilo se splnit to, k čemu se ČNB zavázala, a to oslabit kurz české měny nad úroveň 27 CZK/EUR. Kurz české měny se opravdu po celou dobu trvání kurzového závazku podařilo držet nad touto úrovní. Cílem oslabení měny bylo zabránit propadu míry cenové hladiny do deflace, což se také podařilo po celou dobu trvání kurzového závazku. Kritickým byl rok 2014, neboť v červnu klesla průměrná měsíční míra inflace na úroveň 0 %.

Co se již rozchází s očekáváním ČNB před zavedením kurzového závazku, je rychlost, s kterou se měla inflace vrátit k cíli, kdy dle zprávy o inflaci IV 2013 se měla vrátit k 2 % inflačnímu cíli již koncem roku 2014, avšak ve skutečnosti koncem roku 2014 se držela těsně nad úrovní 0 % a k inflačnímu cíli ČNB se dostala až o dva roky později. Na vině byl globální



pokles cen pohonných hmot a energií, které ve spotřebním koši zaujímali s podílem 25,3% první místo. Tento vliv však ČNB mohla jen těžko očekávat a zahrnout do svých prognóz. Na druhou stranu kritikové přisuzují důležitou roli stejně neočekávanému růstu cen potravin. Otázkou, na kterou nikdy nedostaneme odpověď, zůstane, jak by se inflace vyvíjela, kdyby ČNB nezasáhla.

U platební bilance zahraničního obchodu bylo možné pozorovat tendenci růstu již během roku 2012, a po zavedení kurzového závazku nedošlo k nikterak významné změně růstu kromě výraznějšího navýšení čistého exportu v listopadu 2013. Na druhou stranu po ukončení kurzového závazku a následnému posilování české měny je možné pozorovat klesající trend čistého exportu. Tedy oslabení kurzu určitý vliv na čistý export mělo, avšak faktem je, že jeho vývoj zůstal za očekáváním ČNB a hlavním tahounem české ekonomiky byla především poptávka domácností a firem. Výsledek tak nahrává kritikům intervencí, kteří tvrdí, že proexportní firmy se zajišťují proti výkyvům kurzů, a tedy zamýšlená podpora exportu nemůže mít tak očekávaný vliv. Na druhou stranu nelze s jistotou určit, zda za nízkými výsledky exportu může být zajištění firem proti kurzovému riziku nebo slabá zahraniční poptávka. Neboť sebelepší nabídka exportovaného zboží a služeb narazí, pokud se v tomto případě státy EU stále potýkaly s následky hospodářské krize.

Zajímavý je také pohled dopadů samotných intervencí na devizové rezervy ČNB a hospodářský výsledek. Jak uvádí roční zpráva o výsledku hospodaření 2013, při aktuální struktuře a objemu aktiv a pasiv ČNB je finální podoba hospodářského výsledku závislá převážně na výnosnosti devizových rezerv a změn měnových kurzů, ze kterých pramení kurzové rozdíly. Jak je možné dále v kapitole vidět, tyto kurzové rozdíly jsou, díky pohybu měnových kurzů často rozdílné. Následující data jsou čerpána z ročních zpráv o výsledku hospodaření ČNB v letech 2013-2017.

V roce 2013 ČNB hospodařila s rekordním ziskem za celou dobu její existence, a to ve výši 73 116 mil. CZK, viz tabulka 2.4. Tento rekordní výsledek vznikl především v důsledku devizových intervencí, růstu devizových rezerv o 7 499 mil. EUR a následném kurzovém výnosu, zapříčiněným oslabením kurzu české měny vůči hlavním rezervním měnám. Zisk byl v souladu s rozpočtem a zásadami finančního hospodaření použit v plné výši ke snížení neuhrazené ztráty z předešlých let. Výše kumulované ztráty z minulých let se tak snížila na -50 400 mil. CZK.

Tab. 2.4: Náklady a výnosy ČNB v roce 2013 (v mil. CZK)

	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	-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
<b>celkem</b>	<b>32 688</b>	<b>105 804</b>	<b>73 116</b>	<b>70 270</b>

Zdroj: Roční zpráva o výsledku hospodaření ČNB 2013, vlastní zpracování

Rok 2014 zakončila ČNB se ziskem ve výši 56 560 mil. CZK. Zisku bylo opět dosaženo převážně díky kurzovým ziskům a výnosům ze správy devizových rezerv. Česká měna oslabila mimo švédské koruny vůči všem rezervním měnám. Nejvyšší kurzové rozdíly byly zaznamenány u portfolií vedených v amerických a kanadských dolarech. Problematiku rozdělení hospodářského výsledku ČNB upravuje § 47 odst. 2 zákona o ČNB. Podle tohoto ustanovení hradí ČNB ze svých výnosů náklady na svoji činnost. Vytvořený zisk přesouvá do rezervního fondu a dalších fondů vytvářených ze zisku a k ostatnímu použití v rozpočtované výši. Zbývající zisk odvádí do státního rozpočtu. Konkrétní postup při rozdělování hospodářského výsledku upravují pro daný kalendářní rok zásady finančního hospodaření, které schvaluje bankovní rada ČNB, současně s návrhem rozpočtu ČNB. Ze zisku se podařilo kompletně zredukovat zbývající ztrátu z předchozích let, což se stalo poprvé od roku 1998. Zisk může ČNB převést do rezervních fondů nebo odvést do státního rozpočtu. Jelikož bylo očekáváno, že po ukončení kurzového závazku dojde k posilování české měny a z toho plynoucí kurzové ztráty z devizových rezerv, byl celý zbývající zisk převeden do rezervního fondu.

Následující rok 2015 byl ČNB uzavřen s výsledkem hospodaření -549 mil. CZK. Na ztrátě se především podílely nerealizované kurzové ztráty, které ČNB zaúčtovala v důsledku pohybu měnových kurzů, a z toho plynoucí změny korunové hodnoty cizoměnových aktiv a pasiv ve vlastnictví ČNB. Bylo to především posílení kurzu české měny vůči euru o více jak 0,5 CZK/EUR od konce roku 2014. Následná kurzová ztráta svým rozsahem ve výsledku převýšila čisté výnosy pramenící ze správy devizových rezerv.

V roce 2016 ČNB hospodařila se ziskem ve výši 43 469 mil. CZK. Opět hlavním tvůrcem příjmů byla správa devizových rezerv, která profitovala z růstu cen akcií na zahraničních trzích, a kurzové výnosy z devizových rezerv. Zisk byl použit na umoření ztráty z předchozího roku a zbylá část byla převedena do rezervního fondu, jelikož se ČNB připravovala na období po ukončení kurzového závazku, a s tím očekávané kurzové ztráty.

Rok 2017 byl díky ukončení kurzového závazku znovu v krátké době rekordní, ale jak je možné vidět v tabulce 2.5, jednalo se o rekordní ztrátu ve výši 243 243 mil. CZK. Ztráta byla zejména zapříčiněna kurzovými ztrátami pramenící z posilování české měny především vůči euru. Také restriktivní politika ČNB v podobě opětovného zvyšování úrokových sazeb a s tím související zvýšení nákladovosti operací ČNB na volném trhu přispělo k rekordní ztrátě. Potvrdily se tak obavy z nadměrného růstu devizových rezerv ČNB, kdy při stávající výši a struktuře bilance ČNB mohou i malé apreciační pohyby kurzu koruny vyústit do účetních ztrát. ČNB si tak po rozpuštění rezervního fondu z minulého roku ponechala do roku 2018 neuhrazenou ztrátu předchozích účetních období ve výši 183 162 mil. CZK.

Tab. 2.5: Náklady a výnosy ČNB v roce 2017 (v mil. CZK)

	náklady	výnosy	saldo	meziroční změna salda
oblast měnová	318 983	77 048	-241 935	-290 419
• provádění měnové politiky	4 030	1	-4 029	-3 416
• správa devizových rezerv	40 155	72 191	32 036	6 837
• kurzové rozdíly	274 777	3 796	-270 981	-293 845
• klientské operace	21	1 013	992	-407
• ostatní operace	0	47	47	412
oblast emise a správy peněz	453	864	411	568
oblast provozní	2 185	466	-1 719	139
<b>celkem</b>	<b>321 621</b>	<b>78 378</b>	<b>-243 243</b>	<b>-289 712</b>

Zdroj: Roční zpráva o výsledku hospodaření ČNB 2017, vlastní zpracování

V roce 2018 již bylo přerušeno posilování české měny po ukončení kurzového závazku a došlo dokonce k oslabení domácí měny. Díky tomu ČNB evidovala kurzový zisk ve výši 42 000 mil. CZK. Mimořádným v historii ČNB byl záporný výsledek ve správě devizových rezerv ve výši 11 930 mil. CZK. Jak uvádí zpráva o výsledku hospodaření ČNB za 2018, Jedná se o souběh nízkých výnosů pevně úročených instrumentů, které jsou v případě peněžního trhu eurozóny již dlouhou dobu záporné, a krátkodobého propadu akciových trhů, ke kterému došlo v závěru roku ve všech významných světových regionech. Kladný

hospodářský výsledek za rok 2018 ČNB použila na úhradu kumulované účetní ztráty z minulých let. Její zbývající část zůstala ponechána v bilanci jako neuhrazená ztráta předchozího období. Vlastní kapitál ČNB proto vykazoval na konci roku 2018 souhrnnou zápornou výši 181 800 mil. CZK. Lze připomenout, že ČNB negativní kapitál dlouhodobě vykazovala i v minulosti, aniž by tato situace ovlivňovala naplňování zákonného mandátu centrální banky v oblasti péče o cenovou stabilitu či realizaci dalších jejích úkolů.

ČNB během kurzového závazku trvajícího od 13. listopadu 2013 do 6. dubna 2017 nakoupila eura na devizovém trhu v úhrnu za téměř 2 050 mld. CZK, to vedlo k zvýšení devizových rezerv ČNB na 3 271 mld. CZK. Rezervy tak dosáhly v roce 2017 přibližně 70 % HDP České republiky, což je jedna z největších hodnot na světě, a pro porovnání to bylo o necelých 200 mil. CZK méně než devizové rezervy Velké Británie.

Je tato cena kurzového závazku příliš vysoká? Na tuto otázku není ani v odborném kruhu jasná odpověď. Nárůst devizových rezerv byl bezesporu mohutný a po oslabení kurzu zaznamenala ČNB rekordní ztrátu, ale na druhou stranu znamená to pro ČNB vůbec zásadní problém, nebo jde jen o účetní záležitost bez vlivu na ekonomiku? ČNB je s touto ztrátou bezesporu v nekomfortní pozici, ale ohrozit ji to v jejím dalším fungování nemůže. Velkou část devizových rezerv se bude snažit investovat a ze zisku postupně umazávat ztrátu, případně může prodejem devizových rezerv zakročit proti přílišnému oslabení české měny.

A jaké byly přínosy kurzového závazku? Dle Asociace exportérů (Intervence přinesly exportérům přímo 687 miliard korun, 2019) oslabení kurzu české měny přineslo od listopadu 2013 do března 2017 exportérům přímo 687 mld. CZK a nepřímo 590 mld. CZK. HDP České republiky se také zvýšilo o 147 mld. CZK. Při těchto číslech se může zdát záporný výsledek hospodaření ČNB z roku 2017 přijatelný, avšak tato čísla nelze porovnávat. Navíc lze pochybovat o spolehlivosti výsledku Asociace exportérů, protože přínosy oslabení kurzu lze jen obtížně takto přesně vyčíslit.

Při sumarizaci výše uvedených rozborů ekonomických výsledků vyplývá, že kurzový závazek a s ním spojené oslabení české měny odvrátily hrozbu deflace, která by bez zásahu ČNB pravděpodobně skutečně nastala především díky deflačním tlakům ze zahraničí.

Oslabení měny také mělo v určité míře pozitivní vliv na českou ekonomiku. Avšak Česká republika jako malá otevřená ekonomika je ve značné míře závislá na vývoji ekonomiky v zahraničí. V tomto směru stojí za zmínění výrok prezidenta České republiky Milošem Zemanem, který sdělil: *„Jestliže ČNB tvrdí, že díky devalvaci koruny ekonomika roste, tak si zřejmě nevšimla, že došlo k poklesu cen pohonných hmot, ať už nafty nebo plynu, zhruba o 50 procent. A to je skutečný impuls pro rozvoj ekonomiky. Snížení nákladů na energii.“* (Zeman: Do vedení ČNB chci jenom ty, kdo jsou pro euro, 2019)

Zde je také vhodné zmínit otázku, do jaké míry je deflace pro ekonomiku škodlivá a zda je zapotřebí se jí obávat. Při letmém pohledu na výsledky makroekonomických ukazatelů je možné vyvodit závěr, že nízká inflace neměla takřka žádný negativní vliv na vývoj hospodářského cyklu. Avšak je těžké odhadnout vývoj české ekonomiky, pokud by se vývoj cen skutečně přehoupl do deflace.

Co se týče načasování kurzového závazku, výstižné je vyjádření bývalého guvernéra ČNB Miroslava Singera: *„Kdybychom věděli, jaká bude situace v Evropě a ve vyspělém světě, tak bychom do kurzového závazku šli nejspíš dřív a nejspíš razantněji.“* (ČNB zasahovala proti koruně 41 měsíců. Čtete vše o intervencích, 2019)

Vhodné se zdá být období hned po dosažení nulové úrovně úrokových sazeb a nejdéle začátek roku 2013. Také při ukončení kurzového závazku ČNB příliš dlouho otálela. Za vhodné období pro opuštění kurzového závazku lze považovat druhou polovinu roku 2016, kdy dle prognózy měla inflace dosáhnout 2% cíle koncem roku. Pokud by byl kurzový závazek ukončen již v roce 2016, ČNB by se vyhnula mohutným intervencím na začátku roku 2017 a nárůst devizových rezerv by tak byl poloviční. Současně je vhodné zmínit výrok člena bankovní rady ČNB Vladimíra Tomšíka z roku 2015 *„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.“*

Pokud je přijata úvaha o ročním zpoždění měnové politiky, potom správné období pro ukončení kurzového závazku bylo již během roku 2015 a rekordní intervence začátkem roku 2017, kdy inflace již dosahovala 2 % cíle, bezvýznamné.

Nejen v rámci tématu fungování devizových intervencí, ale i kvantitativního uvolňování a celkového systému měnové politiky není špatné pro zamyšlení nakonec uvést komentář ekonoma Lukáše Kovandy k devizovým intervencím ČNB „*ČNB má zákonem dané privilegium vytvářet peníze ‚z ničeho‘, v rámci procesu peněžní krece. To v praxi znamená, že příslušný úředník centrální banky vytvoří v rámci intervence jedním stisknutím tlačítka klávesnice takové množství korun, na které většina z nás pracuje celý život. I to ukazuje, jak intervenční režim a možnost vytvářet peníze ‚z ničeho‘ rozleptává hodnotový žebříček společnosti.*“ (Vše o intervencích. ČNB si „vytiskla“ stovky miliard, otázka je, co teď s nimi, 2019

## 3 Dopady změn devizových kurzů na ekonomické výsledky podniku

Závěrečná kapitola této diplomové práce se zaměřuje na vliv devizových kurzů a rizik spojených s jejich změnou pro podniky, které vstupují na devizový trh. Úvod kapitoly vymezuje pojem kurzového rizika, kterému je vystaven každý podnik operující v otevřené ekonomice, ať přímo při obchodování se zahraničními subjekty, nebo nepřímo při změně cen na tuzemském trhu. Druhá část kapitoly analyzuje vybraný český proexportní podnik ROBIN-BABY, s.r.o. a vliv kurzových změn na jeho vývoj od roku 2004, kdy Česká republika vstoupila do Evropské unie. Dále zkoumá zajištění podniku proti kurzovému riziku a na závěr analyzuje dopady kurzového závazku ČNB mezi lety 2013-2017 na ekonomické výsledky podniku.

### 3.1 Kurzové riziko

Každé podnikání je spojeno s určitou mírou nejistoty, která může mít vliv nejen na ekonomický výsledek podniku. Když se následně podnik v těchto podmínkách rozhoduje, znamená to, že si je vědom možných dopadů a zajímá se, s jakou pravděpodobností mohou nastat. (Kraft, 2013)

Dle Zuzáka (2009, s. 40) není pojem rizika v podniku striktně definován a „*riziko v procesu řízení podniku spojuje nejistotu (co by se mohlo stát) s cíli (čeho se musí dosáhnout) a vyjadřuje jak míru ohrožení, tak míru příležitosti.*“ Výsledek postoupení rizika tedy nemusí být jen negativní, ale i pozitivní.

Na podnik působí rizika plynoucí jak z externího, tak interního prostředí podniku. Obzvláště pak podnik operující na mezinárodních trzích se vystavuje ještě širšímu množství rizik, která jsou pro tyto trhy právě specifická. Machková (2014, s. 183) definuje následující typy rizik, s kterými se může potýkat podnik operující na mezinárodních trzích:

- rizika tržní
- rizika komerční

- rizika přepravní
- rizika teritoriální
- rizika měnová
- rizika odpovědnostní

Pro tuto diplomovou práci je stěžejním riziko měnové, které dle Machkové (2014, s. 188) vyplývá z „*pohybů kurzů měn, vývoje úrokových sazeb, inflačního vývoje, z možnosti omezení transferu úhrad do zahraničí, eventuálně z omezení směnitelnosti.*“ Tedy klíčovým rizikem této práce, které více popisuje následující oddíl, je riziko kurzové.

Kurzové riziko neboli devizovou expozici vysvětluje Mandel (2016, s. 225) jako situaci, kdy je daný subjekt devizového trhu „*vystaven možnosti neočekávané kursové ztráty (resp. možnosti neočekávaného kursového zisku) vyplývající z pohybu měnového kursu.*“ Devizová expozice tedy vyjadřuje míru senzitivity změn vybraných finančních ukazatelů (aktiva, pasiva, cashflow) vedených v domácí měně na změny měnových kurzů. (Mandel, 2016)

Význam řízení devizové expozice velmi záleží na režimu měnového kursu, který je v ekonomice aplikován. Např. v České republice tento význam vzrostl při přechodu na floating, který probíhal v letech 1997 až 2013. Při přechodu na devizové intervence v listopadu 2013 se význam řízení opět snížil, neboť devizové intervenci byly aplikovány s cílem podpoření slabé proexportní koruny. (Mandel, 2016)

Mandel (2016, s. 225) také zdůrazňuje, že „*hlavním smyslem devizové expozice není zvýšit střední hodnotu míry zisku v dlouhém období, ale snížit volatilitu míry zisku v čase.*“ Tedy hlavním smyslem je snížení kolísání kursu a jeho dlouhodobé ustálení.

Taušer (2007) zmiňuje rozdělení devizové expozice na tři základní druhy:

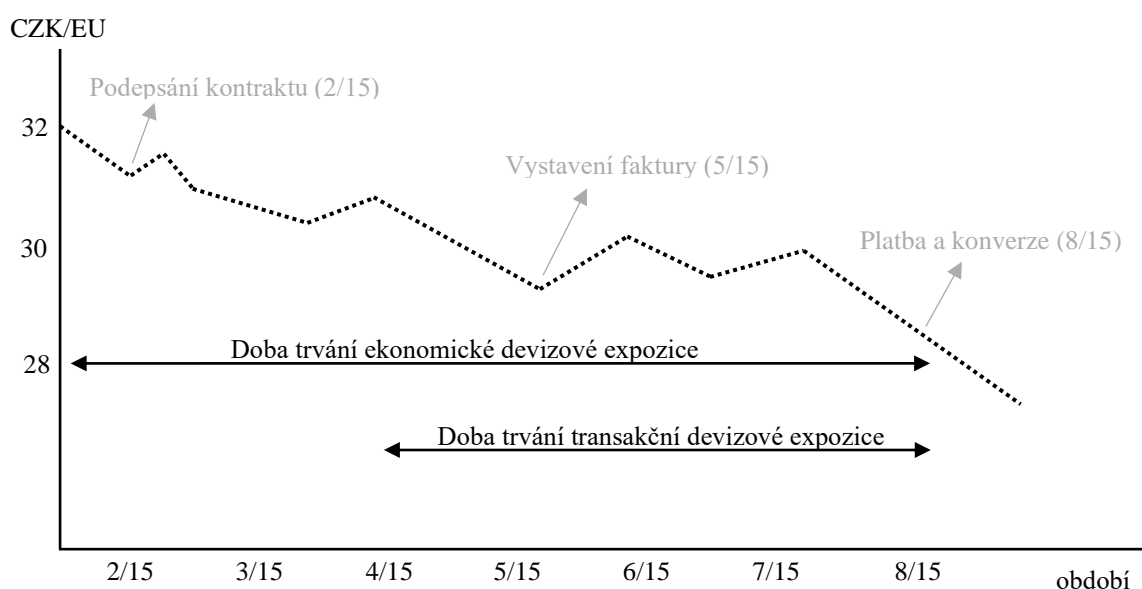
- Transakční devizová expozice
- Ekonomická devizová expozice
- Translační (účetní) devizová expozice

Transakční devizová expozice vyjadřuje dle Mandela (2016, s. 234) „*citlivost změn budoucích devizových inkas a devizových úhrad (devizových transakcí) vyjádřených*



v domácí měně na změny spotového kurzu.“ Budoucí devizová inkasa a úhrady jsou konečnými vypořádáními devizových pohledávek a závazků. Banky tato inkasa a úhrady získávají např. z prodejů zahraničních cenných papírů, úhrad devizových bankovních úvěrů, prodejů zahraničních nemovitostí a dalších. Firma je může získat např. nákupem a prodejem zboží či služeb v zahraničí.

Ekonomická devizová expozice podle Mandela (2016, s. 246) vyjadřuje „citlivost změn podnikového cash flow na změny měnového kursu.“ Tento druh devizové expozice se tedy nevztahuje k jednotlivým devizovým transakcím, nýbrž k celkové ekonomické úrovni firmy. Z toho takové vyplývá, že předchozí transakční devizová expozice je součástí devizové expozice ekonomické. (Taušer, 2007) Tyto vztahy znázorňuje obrázek 3.1.



Obr. 3.1: Vztah mezi ekonomickou a transakční devizovou expozicí

Zdroj: vlastní zpracování dle Mandel (2016)

Ekonomická devizová expozice je nadřazená transakční, a vzniká již v okamžiku podepsání kontraktu. Transakční devizová expozice vzniká v okamžiku existence pohledávky vůči odběrateli.

Poslední devizovou expozicí je translační, neboli účetní. Ta podle Mandela (2016, s. 256) představuje „citlivost konsolidovaných účetních výkazů na účetně zaznamenané pohyby devizových kursů.“ Tento typ souvisí s fungováním nadnárodních společností, které mají hlavní pobočku, ale také několik zahraničních dceřiných společností, které účetnictví vedou

v měně daného trhu. Účetní výsledky se však vystavují konsolidovaně za všechny pobočky v jedné měně, a tím dochází k jejich ovlivnění měnovým kurzem. (Taušer, 2007)

## 3.2 Přístupy k řešení devizové expozice

Jelikož devizová expozice představuje vystavení se riziku ztráty (příp. zisku) z důvodu volatility měnového kurzu, podnik by měl zvažovat kroky k řízení tohoto rizika.

### 3.2.1 Základní přístupy

Základní přístupy k řízení rizika obsahuje tabulka 3.1.

Tab. 3.1: Základní přístupy k řízení kurzového rizika

		Pravděpodobnost naplnění rizika	
		Nízká	Vysoká
Tvrdość dopadu rizika	Nízká	Tvorba rezerv	Zajištění (hedging)
	Vysoká	Tržní pojištění nebo společné sdílení rizika	Vyhnutí se riziku

Zdroj: vlastní zpracování dle Mandel (2016)

Pokud existuje nízká pravděpodobnost vzniku rizika a jeho dopad by byl taktéž nízký, postačí k zajištění tvorba rezerv. V případě nízké pravděpodobnosti výskytu rizika, ale vysoké tvrdosti jeho dopadu, využije firma k ochraně pojištění. Pokud je pravděpodobnost naplnění rizika vysoká, ale tvrdost dopadu nízká, přistoupí firma k zajištění, a to ve formě přenosu rizika na jiný subjekt nebo vzájemného řešení mezi obchodními partnery např. pomocí cenových a měnových doložek. Poslední možností je vysoká pravděpodobnost

výskytu rizika a jeho tvrdý dopad na firmu. Nejlepší strategií je se tomuto riziku zcela vyhnout. (Mandel, 2016)

Dalšími možnými způsoby zajištění devizové expozice, a to konkrétně transakční a ekonomické, jsou externí a interní metody.

### **3.2.2 Externí metody**

Externí metody jsou praktikovány prostřednictvím nástrojů finančních trhu, které pocházejí od bank a finančních institucí.

Nejčastější a zároveň nejstarší externí metodou je forwardová operace. Revenda (2012) říká, že *„charakteristickým znakem všech termínových operací je, že zatímco uzavření kontraktu probíhá v přítomné době, plnění kontraktu nastává až v budoucím, předem dohodnutém termínu.“* Forwardová operace probíhá při forwardovém kurzu, jehož hodnota je závislá na aktuálním vývoji nabídky a poptávky. Čím delší je doba splatnosti, tím vyšší je tzv. spread (rozpětí) mezi forwardovým prodejním a nákupním kurzem. (Revenda, 2012) Pokud firmy a banky nedokážou dostatečně odhadnout budoucí vývoj kurzu nebo dokonce očekávají ztrátu, volí tzv. hedging. Mandel (2016, s. 158) definuje finanční hedging jako *„proces, ve kterém daný subjekt pomocí některé z finančních operací uzavírá svoji otevřenou spekulativní devizovou pozici.“* Otevřená devizová pozice je vždy spekulativního charakteru a kolísání kurzu přináší vždy zisk nebo ztrátu. Zároveň může být dlouhá, kdy jsou k době splatnosti aktiva v cizí měně vyšší než pasiva v domácí měně, nebo krátká, kdy jsou naopak k době splatnosti pasiva v cizí měně vyšší než aktiva v domácí měně. Dlouhá otevřená pozice je spekulativem volena při očekávaném zhodnocení cizí měny, krátká naopak při znehodnocení. Hedging otevřené devizové pozice může být prováděn prostřednictvím forwardové operace nebo pomocí peněžního trhu (tzn. kombinací úvěrové, spotové a depozitní operace). Druhým typem je uzavřená devizová pozice a pro ni jsou charakteristická aktiva a pasiva v cizí měně ve stejné výši (konkrétně ve stejné finanční hodnotě, stejné splatnosti a způsobu a výše úročení). (Mandel, 2016)

Dalším typem termínové operace, která je využívána k externímu zajištění kurzového rizika, je swapová. Ta nejčastěji nabývá tří podob, a to devizového swapu, měnového swapu a měnově úrokového swapu. Devizový swap tvoří dvě neoddělitelné operace, neboť jsou uzavírány ve stejném okamžiku, se stejnou sumou v cizí měně, se stejným smluvním

partnerem, ale probíhají v jiném časovém okamžiku. (Mandel, 2016) Dva základní typy těchto swapových operací zmiňuje Revenda (2012) jako:

- Spot – Forward
- Forward – Forward

Ve swapu Spot – Forward je deviza spotově, tedy promptně, nakupována (či prodávána) a termínově prodávána (či nakupována). Ve swapu Forward – Forward je deviza nakupována (či prodávána) na kratší forward (např. v délce jednoho týdne), a na delší forward (např. v délce jednoho měsíce) je prodávána (či nakupována). Devizový swap může být využit místo krátkodobého úvěru v době nelikvidity cizí měny. (Revenda, 2012)

Druhou podobou swapové operace je měnový swap, o kterém Mandel (2016, s. 183) říká, že *„umožňuje konverzi pravidelných plateb v jedné měně do pravidelných plateb v jiné měně. Ve standardní formě měnový swap zahrnuje jak swap jistin (na začátku a na konci zvoleného období), tak i swap vícekrát se opakujících úrokových plateb.“* Dochází zde tedy ke skutečnému toku úrokových plateb, a to buď s fixním úrokem nebo pohyblivým. Posledním typem je měnově úrokový swap, který funguje obdobně jako swap měnový, ale s tím rozdílem, že dochází ke změně kvality úrokové sazby, a to v podobě přeměny fixní na pohyblivou nebo naopak. Tyto dvě podoby swapu jsou prováděny prostřednictvím swapových domů. Důvodem k využívání swapových operací je především stabilizace zisku firmy, kdy se nedostatečná likvidita jedné měny vykryje přebytkem likvidity druhé měny.

Předposledním typem termínových operací jsou měnové futures. Dle Mandela (2016, s. 196) se jedná o *„termínový obchod, kde uzavření kontraktu (dohoda o ceně a množství) probíhá v přítomné době, zatímco plnění se uskutečňuje až v budoucnu.“* Hlavním rozdílem oproti forwardům je uskutečňování těchto operací prostřednictvím burzy, a to jako online obchod či jako veřejnou dražbu. Cena futures je závislá např. na spotovém kurzu, úrokových sazbách či zbývajícím době do splatnosti. Následná ztráta či zisk může být vyrovnána prakticky ihned po uzavření, a to opačnou operací. Dochází k tomu v 95 % těchto operací. Právě tato aktivita poskytuje zajištění proti kurzovému riziku. (Mandel, 2016)

Posledním typem termínových operací je měnová opce, která je dle Revendy (2012, s. 397) *„založena na smlouvě (ujednání) mezi vypisovatelem opce (tj. seller, writer), který se zavazuje neodvolat po stanovenou dobu svou nabídku, a držitelem opce (tj. holder), který*

*má právo od smlouvy odstoupit při zaplacení peněžní prémie.“ Z toho také vyplývá, že se rozlišuje opce kupní a prodejní. Cenou opce je opční prémie, za kterou si holder kupuje od vypisovatele právo odstoupení od smlouvy, a jejíž cena je závislá na různých faktorech (doba splatnosti, úrokový diferenciál, výhodnost ceny opce oproti spotovému kurzu, ...). (Revenda, 2012) Opční kontrakty mohou být uzavírány prostřednictvím jak standardizovaného, tak nestandardizovaného trhu. Zajištění proti kurzovému riziku prostřednictvím opce je nákladnější, ale zároveň se hedger může účastnit na budoucím výhodném kolísání spotového kurzu, neboť nechá opci propadnout a cizí měnu nakoupí za výhodný spotový kurz. (Mandel, 2016)*

Výše zmíněné typy byly reakcí na devizovou spekulaci, tedy situace, kdy není předem známo, jestli bude dosaženo zisku či ztráty. Existuje však situace devizové arbitráže, kde je dle Mandela (2016, s. 169) *„zisku dosahováno na základě předem známých kursu a úrokových sazeb.“*

Prvním typem arbitráže je přímá, díky které je zisk dosažen díky dočasné existenci kurzového rozdílu měn měnového páru. Nepřímá arbitráž jako druhý typ je založena na obdobném principu, ale výpočet kurzu probíhá na základě poměru kurzu měn měnového páru vůči měně třetí. Okružní arbitráž jako další typ vzniká počáteční výpůjčkou kapitálu na úvěrovém trhu, která je hned konvertována do cizí měny. Zároveň s tímto dochází k forwardovému prodeji a následně ke zpětnému odkupu původně vypůjčené měny. V rámci tohoto kolečka dochází ke splacení původní půjčky včetně úroků a dosažení arbitrážního zisku. Dalším typem je depozitní arbitráž, při které buď dochází k uložení kapitálu v jedné měně, nebo konverzi kapitálu do měny druhé a následně k jejímu uložení, společně s nakoupením první měny na forwardovém trhu. Posledním typem je hedgová arbitráž, která již byla vysvětlena v rámci otevřené devizové expozice, kde hedger volí mezi zajištěním forwardovým kurzem nebo prostřednictvím peněžního trhu.

### **3.2.3 Interní metody**

Druhou skupinou metod minimalizace devizové expozice jsou interní, které Mandel (2016, s. 230) definuje jako *„součást finančního řízení podniku a nevyžadují dodatečné uzavírání specifických kontraktů na finančním (devizovém) trhu. Cílem využití interních technik je*

*snížení transakční devizové expozice, popř. omezení jejího dalšího zvyšování.“* Mezi nejčastější techniky interních metod patří:

- Netting
- Matching
- Leading a lagging
- Měnová diverzifikace
- Cenová politika
- Volba měny fakturace

Netting *„představuje vzájemné započtení (zúčtování) pohledávek a závazků v různých měnách, které vznikají u dceřiných společností v rámci jedné multinacionální společnosti.“* (Mandel, 2016, s. 230) Nejjednodušší formou nettingu je bilaterální, v jehož rámci dochází k vzájemnému započtení pohledávek a závazků mezi dvěma dceřinými společnostmi, které působí ve dvou různých měnových oblastech. Druhým typem je netting multilaterální, který funguje obdobně jako předchozí typ, ovšem s tím rozdílem, že po započtení závazků a pohledávek musí být do vyrovnání rozdílů zapojeno zápočtové centrum.

Druhou technikou je matching, která se velmi podobá multilaterálnímu nettingu, ale s tím rozdílem, že matching může být použit nejen v rámci vztahů jedné společnosti, ale také vůči třetí externí straně. Také však musí být k finálnímu vyrovnání zapojeno zápočtové centrum. (Mandel, 2016)

Leading a lagging jsou techniky agresivnější než předchozí dvě zmíněné, neboť při jejich užití dochází na základě kurzových predikcí k přizpůsobení termínů plateb či inkas v čase. V praxi to znamená, že očekává-li firma zhodnocení kurzu domácí měny, odloží své zahraniční devizové úhrady a naopak, očekává-li znehodnocení, deviza pro ni zlevní. Tento princip popisuje techniku laggingu. Druhá technika leadingu vede domácí firmu při očekávaném oslabení kurzu cizí měny ke zvýšení tlaku na odběratele kvůli dřívějšímu zaplacení.

Čtvrtou technikou je měnová diverzifikace, která je dle Mandela (2016, s. 233) *„založena na zjištění korelačních koeficientů mezi jednotlivými měnami.“* Tato technika říká, že je

výhodné držet devizové pohledávky v měnách, jejichž spotové kurzy jsou vůči domácí měně výhodné.

Předposlední interní technikou je cenová politika, která je využívána k řízení kurzového rizika cenové změny v návaznosti na vývoj měnového kurzu (očekávaný či skutečný). Tato agresivní technika je vhodná pouze pro podniky se silným postavením na trhu a zároveň musí být sjednána pouze v době cenového vyjednávání. Taktéž k výhodnému stanovení je nutné poměrně přesně predikovat měnový kurz. (Mandel, 2016)

K zajištění výše uvedených problémů slouží měnová doložka. Ta totiž dle Mandela (2016, s. 233) „zakotvuje výchozí referenční hodnotu spotového kursu, při kterém byla uskutečněna dohoda o ceně zboží a výši budoucí platby v rámci obchodního kontraktu. Dále pak přesně stanovuje, jak se zahraniční cena zboží (resp. platba za toto zboží) bude měnit v souvislosti se změnou spotového kursu v období mezi uzavřením kontraktu a okamžikem provedení skutečné platby.“

Poslední technikou je volba fakturační měny, díky které se firma může vyhnout kurzovému riziku, neboť fakturace probíhá buď ve domácí měně nebo v cizí měně, jejíž kurz je v poměru s domácí stabilní. Platí to jak pro exportní, tak pro importní firmu. (Mandel, 2016)

### **3.3 Dopady změn devizových kurzů na ekonomické výsledky podniku ROBIN-BABY, s.r.o.**

K analýze dopadů změn devizových kurzů na ekonomické výsledky podniku byl vybrán český podnik ROBIN-BABY, s.r.o. (R-B), který v současné době sídlí v Liberci a zaměřuje se na textilní výrobu převážně kojeneckého zboží. Tento podnik byl založen v roce 1999 Ing. Luděkem Čermákem, který podnikal ve stejném oboru již od roku 1990. Díky předchozím podnikatelským aktivitám získal mnohé kontakty, včetně budoucích rakouských odběratelů podniku R-B, s kterými Ing. Čermák obchodoval již od roku 1995.

Uzavření obchodní dohody v roce 1999 s rakouským prodejcem dětského a kojeneckého zboží Fillikid GesmbH, který sídlí v rakouském Thalgau, bylo pro existenci celého podniku

R-B zásadní a stále je, neboť s výše zmíněnou společností jsou dodnes vedeny velmi dobré obchodní vztahy. Jak je v této kapitole dále zmíněno, tato rakouská firma odebrává většinu objemů textilní výroby podniku R-B. Během svého působení dále společnost R-B vyvážela do dalších sousedních zemí České republiky, a to konkrétně Německa a Slovenska. Samozřejmě nezanedbatelnou část odběratelů tvoří také tuzemští odběratelé, především z Prahy a Pardubic.

Naopak poslední sousední země Polsko je pro podnik R-B nesmírně důležitá z pohledu dodavatelského, jelikož velkou část textilního materiálu a galanterie dováží právě od polských dodavatelů poblíž Lodže. Druhým dlouholetým dodavatelem je společnost Novopol, a.s., se sídlem ve Velkém Třebešově, která dodává polystyren, který je základním materiálem pro výrobu nejobjemovějšího a zároveň nejprodávanějšího produktu.

Tímto produktem je kojenecký polštář, s jehož výrobou společnost R-B začala již v roce 1999 a stal se natolik úspěšným, že se vyrábí dodnes. V nejlepších letech se ročně vyvezlo na 25000 ks kojeneckých polštářů. Dalším běžným sortimentem je například ložní povlečení, přebalovací deky, vystýlky do dětských postýlek, sedáky na dětské židličky, nebo dříve třeba potahy kočárků či dětské krosny. Mimo kojenecký sortiment podnik R-B také vyrábí další textilní produkty, například pouzdra na náradí nebo na lovecké potřeby.

Podnik R-B v současnosti splňuje kritéria pro zařazení do kategorie mikropodnik, tedy má méně než 10 zaměstnanců a zároveň obrát do 2 milionů eur, avšak v nejlepších dobách svého ekonomického růstu dosahoval kritérií pro zařazení do kategorie malých podniků. Od jeho založení na konci 90. let do přelomu tisíciletí podnik R-B konzistentně rostl. Období s nejvyšším obrátem, majetkem a počtem zaměstnanců podnik zaznamenal v letech 2001 a 2002. Poté však došlo k oslabení zahraniční poptávky, které je podrobněji rozebráno v následujícím oddílu. V důsledku výše zmíněného oslabení došlo k ekonomickému útlumu podniku a obrát začal od roku 2003 postupně klesat. Podnik tak byl nedobrovolně donucen k restrukturalizaci, v rámci které byla postupně vyčleněna výroba, a snížen majetek a také počet zaměstnanců, jenž byl postupně snížen o více než 95 %. I díky tomu se podniku R-B podařilo překonat obtížné období mezi lety 2010-2013. Po oživení zahraniční poptávky znovu začal růst obrát až do roku 2017. V roce 2016 tak společnost R-B přestěhovala svoji provozovnu do větších prostor, aby mohla znovu zvýšit svou produkci. Avšak to byl již poslední krok v rámci strategie růstu podniku. Od přemístění podniku do nové provozovny

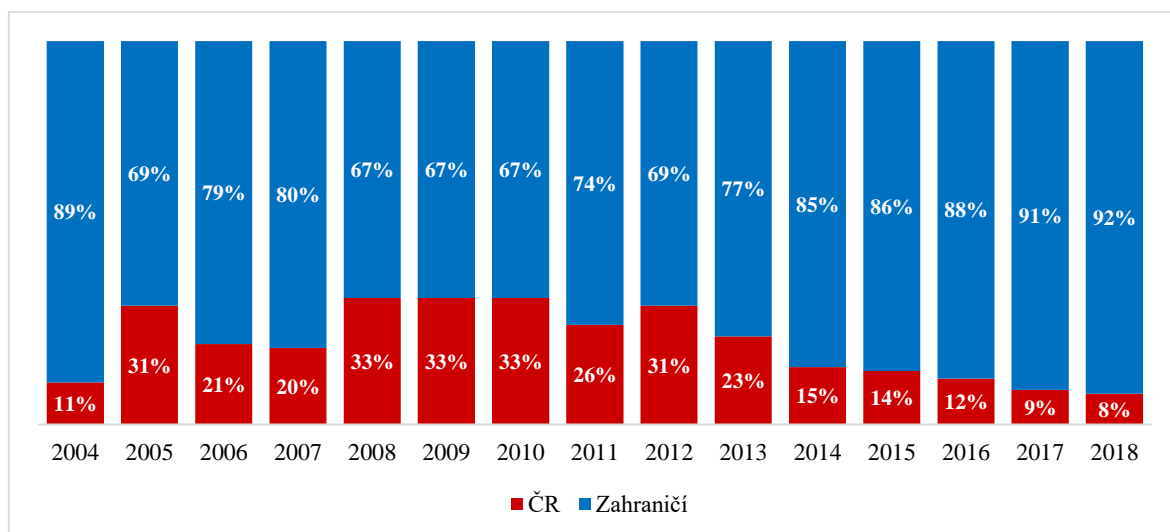


se vedení podniku raději zaměřilo na stabilizaci a optimalizaci výroby než na její růst, jelikož snaha o růst může být v nevyzpytatelných ekonomických podmínkách pro podnik likvidační.

Bohužel kvůli ztrátě účetních dat podniku R-B při výměně IT vybavení bylo možné získat pro účely této diplomové práce relevantní data pouze od roku 2004.

### 3.3.1 Vývoj výnosů plynoucích ze zahraničního obchodu

Jak již bylo zmíněno, společnost R-B je téměř po celou dobu od svého založení orientována na vývoz do zahraničí, kdy během sledovaného období obchodovala s podniky z Rakouska, Německa, Švýcarska a Slovenska.

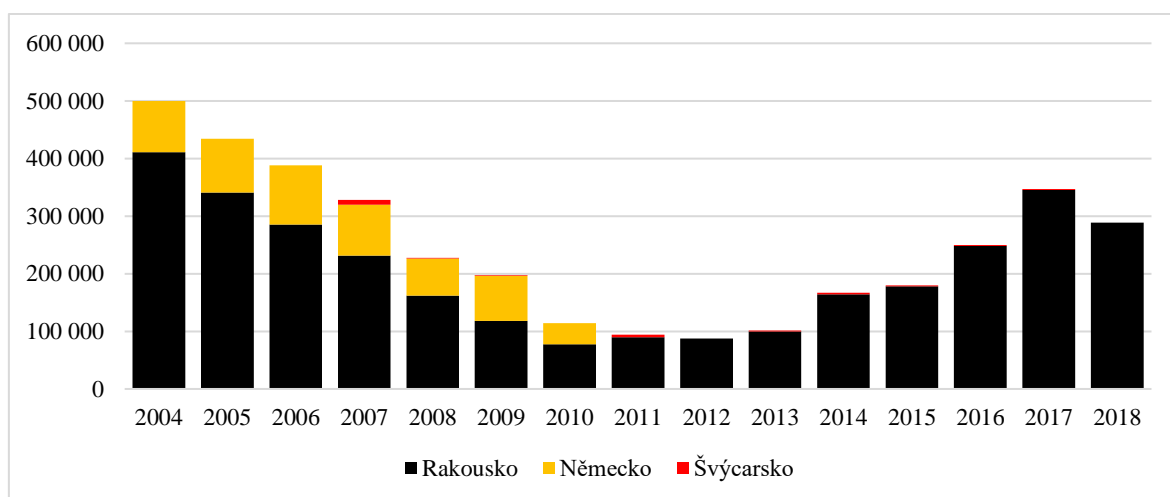


Obr. 3.2: Podíl výnosů ze zahraničního a domácího obchodu v období 2004-2018 (v %)  
Zdroj: vlastní zpracování

Jak je možné vidět na obr. 3.2, na začátku sledovaného období se poměr výnosů ze zahraničního prodeje držel mezi 80 % a 90 %. Výrazný úbytek podílu zahraničního prodeje je možné pozorovat od roku 2008 do roku 2012, kdy v tomto období poměr klesl až na 67 %. Výkyv zahraničního prodeje v tomto období se dá částečně přisoudit světové hospodářské krizi, jež propukla právě na začátku tohoto období, avšak podnik se potýkal s klesající zahraniční poptávkou dlouhodobě již od roku 2004. Od roku 2012 začal podíl výnosů ze zahraničí opět stoupat, již v roce 2014 přesahoval poměr výnosů ze zahraničí o 85 % a postupně až do roku 2018 vzrostl na 92 %. Je tedy možné konstatovat, že během zobrazeného

období činil podíl průměrného ročního výnosu podniku R-B ze zahraničního obchodu 78,6 %, a tedy značná část příjmů podniku, více jak dvě třetiny, podléhala kurzovému riziku.

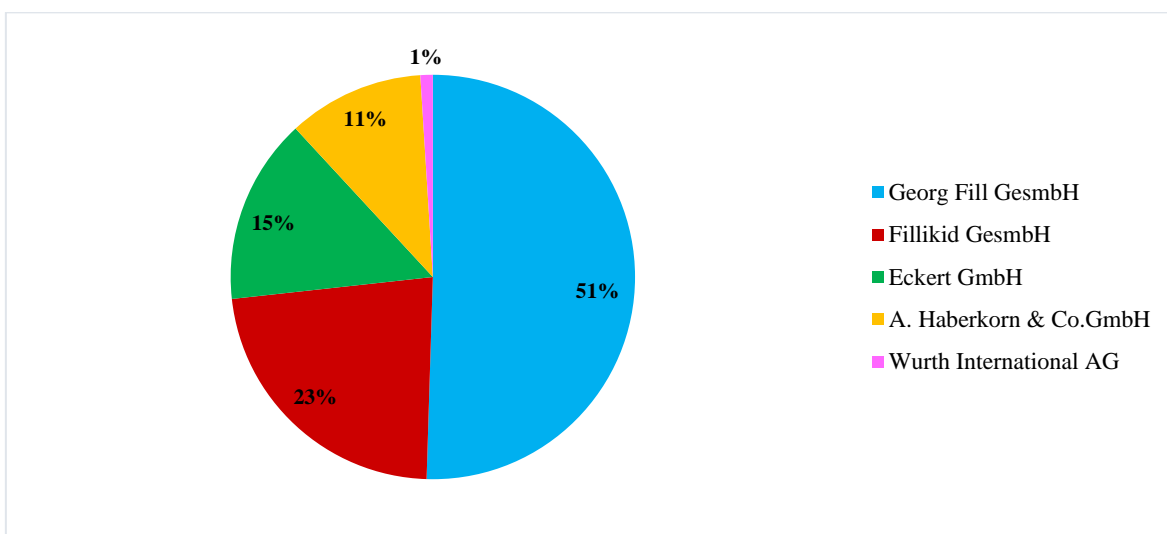
Pro další potřeby obr. 3.3 zobrazuje vývoj výnosů pouze ze zahraničí. Jak již bylo v úvodu podkapitoly zmíněno, hlavní obchodní partner, s kterým společnost R-B začala obchodovat téměř od počátku svého založení a obchoduje s ním do současnosti, pochází z Rakouska. Druhý významný obchodní partner pocházel z Německa. Třetici nejvýznamnějších odběratelů dle objemu výnosů uzavírá odběratel opět pocházející z Rakouska. V pořadí čtvrtý největší odběratel pochází ze Švýcarska, avšak, jak je vidět na obr. 3.3, jedná se pouze o příležitostného odběratele, pro kterého se připravuje zakázka jednou až dvakrát za rok. Co se týče výnosů ze Slovenska, spolupráce s tímto odběratelem probíhala v letech 2004-2010 a kvůli spíše nízkým objemům nejsou na obrázku zahrnuty.



Obr. 3.3: Výnosy ze zahraničního obchodu v období 2004-2018 (v €)

Zdroj: Vlastní zpracování

Dle informací dosahovaly výnosy ze zahraničí nejvyšších objemů v roce 2001 a 2002, které pro neexistenci dat nejsou v obrázku znázorněny. Z obr. 3.3 je dále možné pozorovat postupný klesající trend výnosů ze zahraničí, který započal již roku 2003. Bylo to zapříčiněno slábnoucí poptávkou hlavního zahraničního odběratele z Rakouska, která klesala až do roku 2010, kdy dosahovala nejnižších ročních hodnot 37 tis. €, což byl oproti roku 2004 propad o více jak 90 %. Naopak výnosy plynoucí z Německa vykazovaly konstantní vývoj až do roku 2010, kdy oproti předcházejícímu roku poklesly o více jak 50 % na 36,5 tis. €. V tomto roce také tento německý dodavatel vyhlásil insolvenční a podniku R-B s touto situací vznikly nedobytné pohledávky.



Obr. 3.4: Podíl odběratelů na výnosech ze zahraničního obchodu v období 2013-2018 (v %)  
Zdroj: Vlastní zpracování

Insolvence německého odběratele přispěla k tomu, že společnost R-B v roce 2010 vstoupila do svého nejtěžšího období. V rámci následné restrukturalizace podniku bylo dosaženo nejnižší hodnoty kapitálu i počtu zaměstnanců. Toto období přetrvávalo do roku 2013, kdy v roce 2012 společnost R-B dosáhla svých nejnižších výnosů ze zahraničí, a to konkrétně ve výši necelých 88 tis. €. Spolu s tím dosáhla i nejnižších celkový výnosů za běžnou činnost, kdy výnosy z tuzemska byly ve výši 1 026 tis. CZK. Následně v roce 2013 došlo k důležitému oživení zahraniční poptávky a s tím spojenému růstu vývozu výrobků, především pro hlavního odběratele z Rakouska. Naopak výnosy u druhého odběratele z Rakouska stále klesaly až do roku 2015, kdy odběratel ukončil s podnikem R-B obchodní spolupráci.

Při porovnání vývoje výnosů ze zahraničního obchodu podniku R-B s vývojem HDP České republiky je možné vidět podobný průběh. Světová hospodářská krize se na HDP České republiky skutečně projevila v roce 2009 a následně i během let 2010–2013, kdy se česká ekonomika po dva roky nacházela v recesi. Zmíněné roky byly i pro podnik R-B nejtěžší. Následně v roce 2013 došlo jak k oživení české ekonomiky, tak k růstu výnosů ze zahraničního obchodu společnosti R-B.

Při zaměření na období kurzového závazku lze vyvodit jeho skutečně pozitivní vliv na výnosy ze zahraničního obchodu podniku R-B, jelikož tyto výnosy vzrostly mezi lety 2012

a 2017 o téměř 75 %. Avšak společnost R-B uzavírá se zahraničními odběrateli kontrakty na základě pevných cen v € na několik let dopředu.

V případě hlavního odběratele z Rakouska došlo k upravení cen ještě před kurzovým závazkem, a tedy vedení podniku R-B v době vyjednávání nikterak nezahrnuje do cen vliv kurzového závazku. Ani během trvání kurzového závazku, a s tím spojeného oslabení české měny, vedení podniku R-B ceny z důvodu podpory a potenciálního navýšení objemů vývozu výrobků nesnížilo. Důvodem mimo jiné bylo i to, že za celou dobu trvání kurzového závazku se ČNB nezavázala k jeho udržování na delší dobu než 15 měsíců. Při zpětném pohledu na obr. 3.3, který uvádí výnosy ze zahraničního obchodu v eurech, vyplývá, že vývoj kurzu CZK/EUR nemá na hodnoty v tomto grafu žádný vliv a spíše tedy poukazuje na důležitost zahraniční poptávky pro hospodaření podniku R-B.

Nicméně při zaměření na hlavního rakouského odběratele podniku R-B, který obchoduje také s podniky z asijských zemí, jako jsou např. Čína, Pákistán či Turecko, tak pro obchodníky, je klíčový kurz USD/EUR, jehož vývoj je možné vidět na obr. 3.5.



Obr. 3.5: Vývoj kurzu USD/EUR v období 2003-2018 (v %)

Zdroj: Vlastní zpracování

Dolar byl vůči euru nejsilnější v letech 2000 až 2002. V té době bylo pro rakouského odběratele zboží z Asie relativně dražší než zboží od podniku R-B. Od roku 2002 však začal kurz USD/EUR oslabovat, a to až do roku 2008, kdy za toto období oslabil téměř o polovinu. Tím pro rakouského odběratele začalo být postupně zboží z Asie levnější, a proto relativně dražší zboží od společnosti R-B začal nahrazovat relativně levnějším zbožím původem

z Asie. Pro společnost R-B to znamenalo pokles objemu vývozu pro rakouského odběratele, a tím i celkových vývozu podniku.

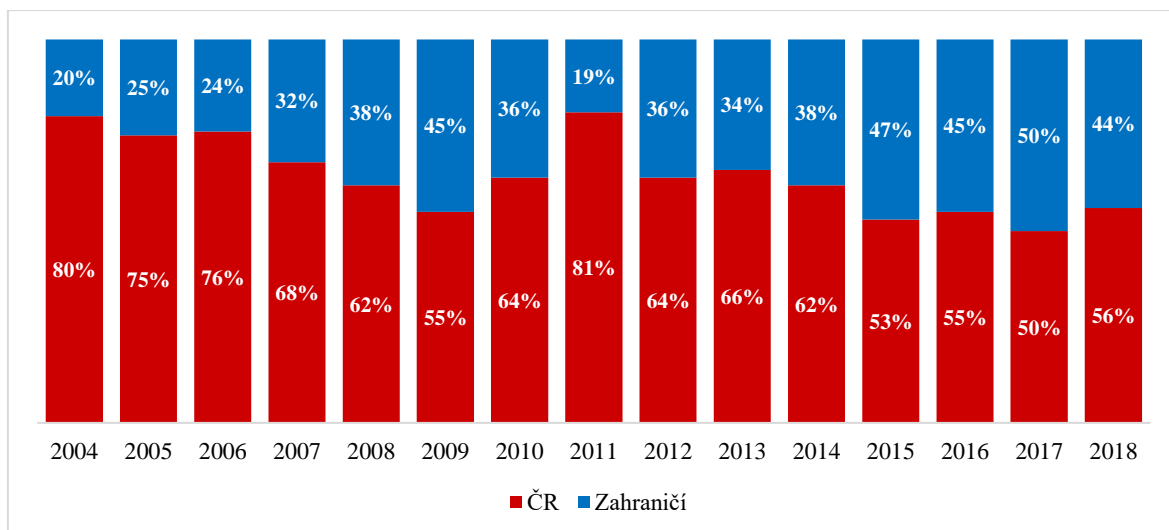
Mezi lety 2009 až 2012 kurz USD/EUR výrazně osciloval kolem 1,4 USD/EUR. V letech 2013 a 2014 se průměrný roční kurz přiblížil k 1,3 USD/EUR a současně s tím došlo k oživení poptávky rakouského odběratele u podniku R-B. Do roku 2017 kurz dolaru posílil pod úroveň 1,15 USD/EUR. V průběhu těchto let rakouský odběratel pravděpodobně začal nahrazovat zboží z Asie opět za zboží od společnosti R-B. Vcelku je tedy možné pozorovat vzájemnou provázanost vývoje kurzu USD/EUR s vývojem zahraniční poptávky po výrobcích podniku R-B.

Z výše uvedeného lze usuzovat, že vývoj ekonomických výsledků podniku R-B závisí na zahraniční poptávce. Na zahraniční poptávku má zásadní vliv vývoj kurzu USD/EUR, který je ovlivněn ekonomickou situací v Eurozóně. Vliv oslabení české měny v rámci kurzového závazku na růst výnosů podniku R-B od roku 2013 do roku 2017 byl pozitivní. Do jaké míry však byl pozitivní, tomu se podrobněji věnuje podkapitola 3.4

### **3.3.2 Vývoj nákladů plynoucích ze zahraničního obchodu**

Obdobně jako u výnosů je úvod analýzy vývoje nákladů ze zahraničního obchodu věnován rozdělení původu nákladů společnosti R-B, včetně volby měny, v které jsou tyto závazky placeny. Zmíněné rozdělení je důležité především pro zhodnocení vlivu změn kurzu a následnému vystavení se kurzovému riziku.

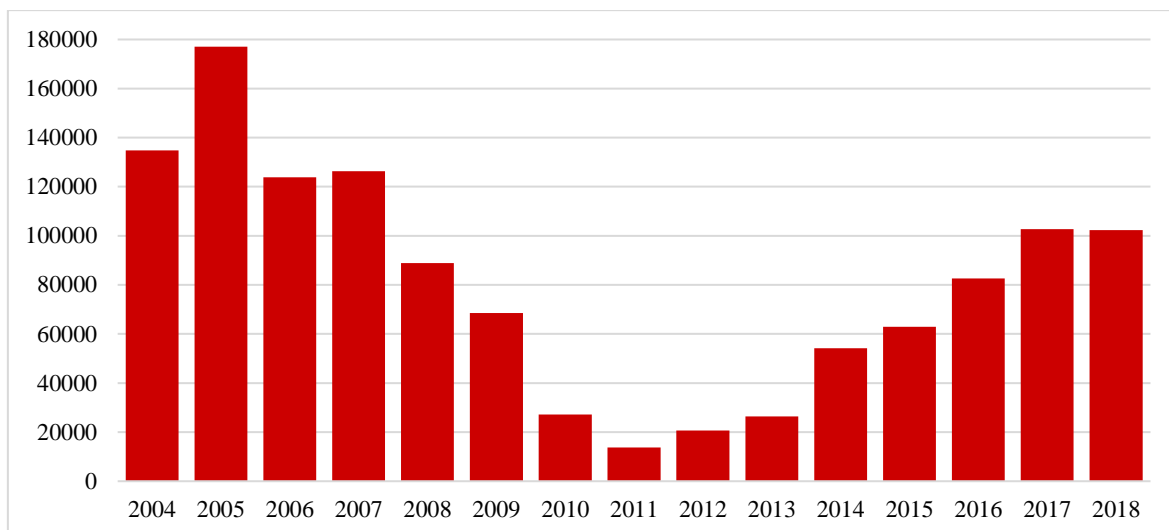
Podíl závazků vůči zahraničním dodavatelům a tuzemským subjektům zobrazuje obr. 3.6. Jedná se o náklady z provozní činnosti podniku. Zároveň mezi zahraniční subjekty byla zařazena i tuzemská společnost Novopol a.s., s kterou byly vyjednány pevné ceny za materiál v eurech, tudíž na hodnotu faktury nemá změna kurzu CZK/EUR přímý vliv, což bude podrobněji vysvětleno v oddílu 3.3.3 Zajištění proti kurzovému riziku.



Obr. 3.6: Podíl nákladů z provozní činnosti ze zahraničí v období 2004-2018 (v %)

Zdroj: vlastní zpracování

Při pohledu na obr. 3.6, je možné pozorovat od roku 2004 postupný nárůst podílu nákladů ze zahraničí, kdy se postupně podíl zahraničních nákladů dostal z jedné pětiny až na téměř polovinu v roce 2009. Důvodem byl především pokles počtu zaměstnanců v rámci restrukturalizace a s tím spojený pokles nákladů na mzdy. Během let 2010 až 2013 s celkovým ekonomickým útlumem podniku R-B došlo i ke snížení podílu zahraničních nákladů. Důvodem bylo snížení objemů výroby a společnost R-B tak musela přejít od zahraničních k tuzemským dodavatelům materiálu, jelikož odběr menšího množství materiálu byl, například kvůli nákladům na dopravu nebo množstevním slevám, ekonomicky výhodnější z tuzemska. Od roku 2014 je opět možné pozorovat nárůst podílu zahraničních nákladů, kdy v letech 2015-2018 byl podíl tuzemských a zahraničních nákladů téměř vyrovnaný. To je možné opět spojit se změnou objemů výroby, neboť v těchto letech došlo k jejich navýšení.



Obr. 3.7: Náklady z provozní činnosti ze zahraničí v období 2004-2018 (v €)

Zdroj: vlastní zpracování

Pří pohledu na vývoj nákladů z provozní činnosti ze zahraničí na obr. 3.7, je možné konstatovat podobný vývoj jako u výnosů, který souvisí s poklesem objemů výroby, který probíhal do roku 2011. Od roku 2013 kopíruje nárůst nákladů vývoj výnosů.

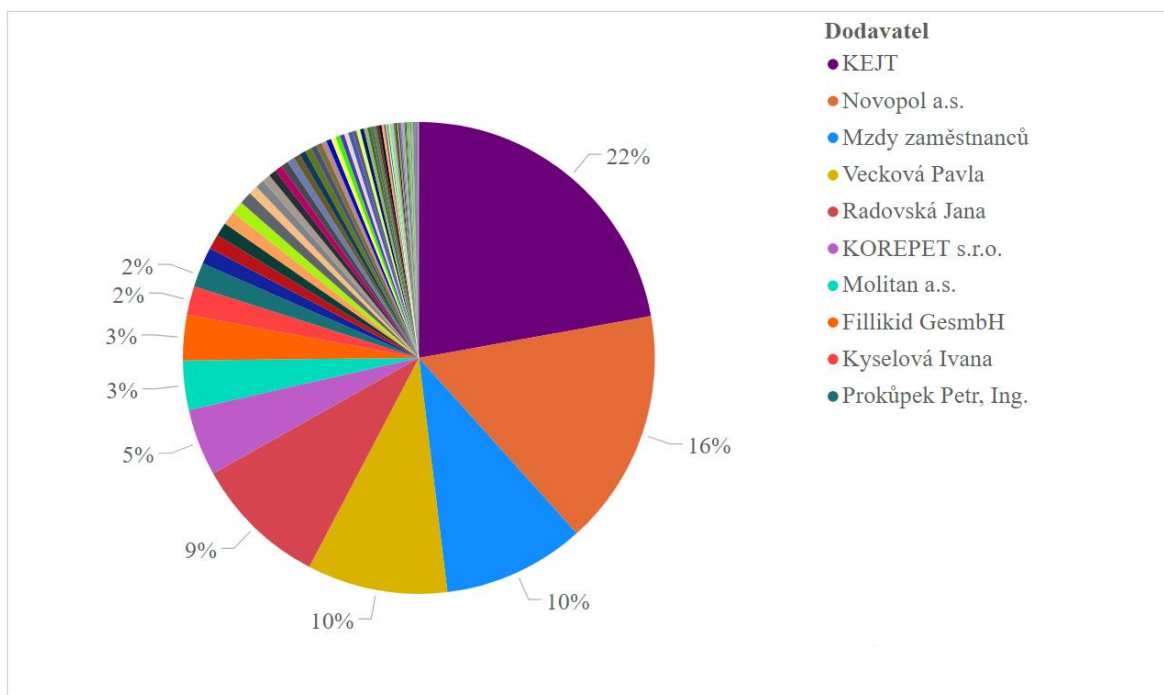
### 3.3.3 Zajištění proti kurzovému riziku

Z výše uvedeného vyplývá, že podnik R-B a jeho účetní výsledky jsou do značné míry závislé na vývoji měnového kurzu. Vedení společnosti se snaží zajistit proti kurzovému riziku interními metodami, a to především pomocí volby měny fakturace, cenovou politikou a matchingem.

Nejdůležitější je pro podnik volba měny fakturace a cenová politika. Jelikož 90 % výroby se vyváží do EU, podnik vystavuje faktury v eurech. Spolu s tím se snaží domluvit u dodavatelů fakturační cenu také v eurech. Jak je vidět na obr. 3.8, největší podíl na provozních nákladech s 22 % zaujímá polský dodavatel textilního materiálu KEJT sp.zoo. Dodavatel s druhým nejvyšším podílem na provozních nákladech je česká společnost Novopol, a.s., u kterého je také domluvena jako fakturační měna euro.

K deseti dodavatelům s nejvyšším podílem na provozních nákladech, kteří fakturují v eurech, patří také české společnosti KOREPET, s.r.o., Molitan, a.s. a rakouský dodavatel a zároveň odběratel Filikid GesmbH. Těchto výše míněných pět firem tvoří celkem 49 %

provozních nákladů, díky čemuž společnost R-B ušetří značné množství nákladů spojených se směnou deviz, neboť s nimi má uzavřené smlouvy v eurech. U českých společností se fakturovaná částka v české měně přepočítává na eura středovým kurzem vyhlášeným ČNB, společnost R-B pak díky tomu ušetří rozdíl mezi středovým a spotovým kurzem. To samé platí pro dodavatele z Polska, kteří přepočítávají fakturovanou cenu dle středového kurzu PLN/EUR.



Obr. 3.8: Podíl dodavatelů na nákladech z běžné činnosti za období 2013-2018 (v %)

Zdroj: vlastní zpracování

S fakturační měnou také souvisí cenová politika společnosti R-B. Pevné ceny v eurech domlouvá vedení společnosti R-B s odběrateli ze zahraničí. V tomto případě je za účelem minimalizace kurzového rizika pro vedení společnosti R-B výhodné uzavřít pevné ceny v eurech i s co největším počtem dodavatelů. S polskými dodavateli se eurové pevné ceny zatím nepodařily domluvit a ceny jsou tedy přepočítávány z polského zlotého, a dochází zde jen k diverzifikaci měnového rizika, kdy je důležitý především kurz EUR/PLN. Nicméně s dodavatelem s druhým největším podílem, českou společností Novopol a.s., se tyto pevné ceny podařilo domluvit. Tento podnik přistoupil na pevné ceny v eurech především proto, že pro výrobu polystyrenu potřebuje granulátovou surovinu, kterou nakupuje ve Francii. Tato zmíněná surovina je pro podnik stěžejní nákladovou položkou. Poté jsou pro podnik Novopol, a.s. významné investice do strojních zařízení, která taktéž dováží z EU.



Dalším dodavatelem s pevnými cenami v eurech je rakouská společnost Fillikid GesmbH, která pro část svých výrobků dodává textilní látku se speciálním designem. Jelikož je zmíněná společnost i odběratelem, dá se tato forma vzájemné spolupráce nazvat matchingem, neboť tím, že společnost R-B částečně odebírá textilní materiál od Fillikid GesmbH, může zároveň probíhat splácení vzájemných závazků zápočtem. Díky tomu je téměř 20 % provozních nákladů zajištěno proti krátkodobým výkyvům materiálu. Dále jsou s rakouským odběratelem Fillikid GesmbH domluveny úhrady vystavených faktur do jednoho týdne. Tím je sníženo kurzové riziko, protože je zkráceno období pro změnu kurzu mezi vznikem pohledávky a její úhradou o dvě třetiny oproti běžnému měsíčnímu termínu.

Z výše uvedeného vyplývá, že zástupci společnosti R-B by kvůli minimalizaci kurzového rizika neměli sledovat jen vývoj kurzu CZK/EUR, který je samozřejmě nejdůležitější, jelikož v posledních letech je 90 % výnosů hrazeno nebo zúčtováno v eurech. Nicméně je dále důležité sledovat vývoj kurzu PLN/EUR, případně znovu se s polským dodavatelem pokusit vyjednat pevné ceny v eurech a tím minimalizovat kurzové riziko PLN/EUR, jelikož více jak 22 % nákladů z provozní činnosti ze zahraničí je fakturováno a přepočítáváno v tomto kurzu. Dále část textilního sortimentu je polským dodavatelem dovážena z Pákistánu, tudíž je případně vhodné sledovat kurz PLN/USD. Jelikož polský dodavatel platí pákistánskému výrobcí textilního materiálu v dolarech, zástupci R-B mohou při sledování tohoto kurzu předvídat, jak se změny tohoto kurzu později promítnou do konečné fakturační ceny za textilní materiál. Ze stejného důvodu by zástupci společnosti R-B měli sledovat kurz USD/EUR.

Dalším doporučením pro vedení společnosti R-B by bylo prozkoumat možnosti externího zajištění proti kurzovému riziku. Nabízí se uspořádat schůzku s makléři Fio banky, a.s. nebo Citifin, spořitelním družstvem, u kterých má společnost R-B vedeny bankovní účty a v rámci kterých provádí směnu deviz. Makléři by mohli představit nabízené produkty, které jsou používány pro zajištění kurzů a které by byly vhodné pro podnik R-B.

Vhodné by také bylo v této části uvést vývoj kurzových rozdílů společnosti R-B a na jejich základě zhodnotit, jak se zástupcům společnosti R-B dařilo řídit kurzové riziko. Avšak společnost vede v rámci zjednodušení účtování účty cizích měn v pevných kurzech. Proto ze získaných dat nelze přesně určit kurzový rozdíl mezi vznikem a úhradou pohledávky či závazku.

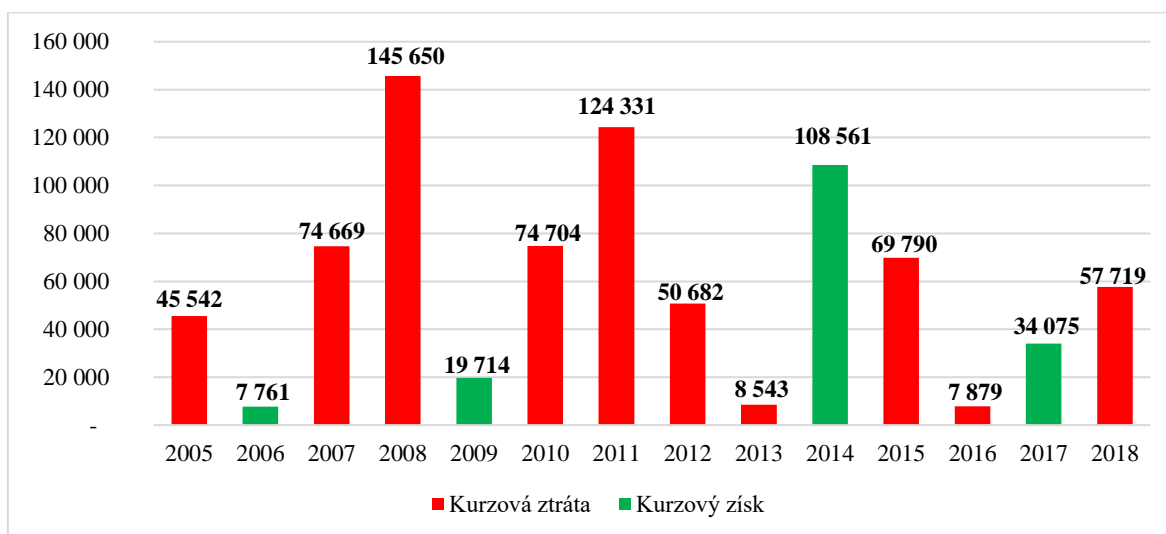
Tab. 3.2: Pevný a průměrný roční kurz EUR/CZK za období 2005-2018 (v CZK)

Rok	Kurz EUR/CZK	
	Pevný kurz	Průměrný roční kurz
2018	26	25,643
2017	26	26,33
2016	27	27,033
2015	28	27,283
2014	26	27,533
2013	26	25,974
2012	26	25,143
2011	26	24,586
2010	26	25,29
2009	26	26,445
2008	26	24,942
2007	28	27,762
2006	28	28,343
2005	30	29,784

Zdroj: Vlastní zpracování

Z poskytnutých dat lze nicméně zhodnotit, jak se zástupcům společnosti R-B dařilo odhadnout vývoj měnového kurzu EUR/CZK při stanovování pevného kurzu na začátku účetního roku. K tomuto účelu slouží tabulka č. 3.2, kde je možné sledovat v daném roce stanovený pevný a průměrný roční kurz.

Vedení společnosti vždy volí pevný kurz na celé CZK. Pokud by se průměrný roční kurz aritmeticky zaokrouhlil na celé CZK, pevný kurz byl mezi lety 2005-2018 stanoven v 8 případech (zeleně označeno) ze 14 správně, tedy pouze s 57% úspěšností. Navíc v letech 2008, 2011 a 2014 se pevný kurz lišil od průměrného ročního kurzu o více než 1 Kč (červeně označeno). Při pohledu na vývoj kurzu EUR/CZK se na konci roku 2007 kurz pohyboval na úrovni 26,62 EUR/CZK a vedení podniku R-B tedy pravděpodobně očekávalo při stanovení pevného kurzu 26 EUR/CZK posílení kurzu, avšak se silící hospodářskou krizí v EU došlo k neočekávaně velkému posílení české měny, kdy v průběhu roku kurz posílil až pod úroveň 23 EUR/CZK. V roce 2011 byl průměrný roční kurz nejsilnější za sledované období, nicméně vedení podniku i v tomto roce věřilo v dlouhodobou strategickou úroveň kurzu 26 EUR/CZK, a tedy i bez silných výkyvů kurzu díky tomu došlo k většímu rozdílu pevného a průměrného ročního kurzu EUR/CZK. V posledním roce s velkým kurzovým rozdílem 2014 došlo na rozdíl od předešlých let k podstřelení kurzu. Vzhledem k zahájení kurzového závazku tedy vedení podniku pravděpodobně předpokládalo, že ČNB v průběhu roku 2014 od kurzového závazku upustí, což se však nestalo.



Obr. 3.9: Kurzové rozdíly za období 2005-2018 (v CZK)

Zdroj: Vlastní zpracování

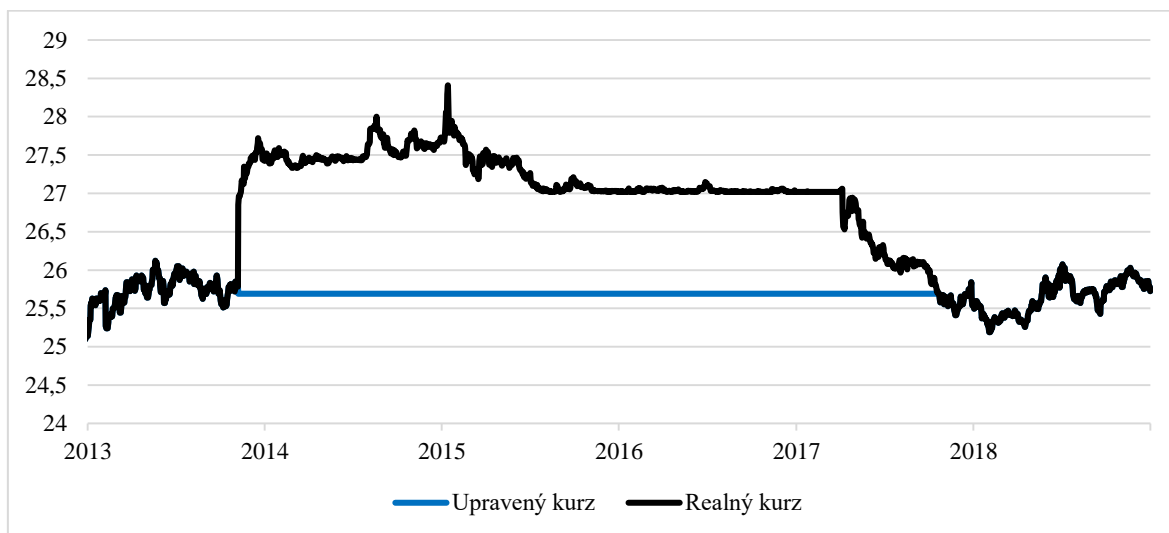
Jak je také možné vidět na obr. 3.9, v letech 2008, 2011 a 2014 došlo v účetních výkazech společnosti kvůli špatnému odhadu pevného kurzu k velkým kurzovým rozdílům. Naopak v letech 2013 a 2016 se od sebe pevný a průměrný roční kurz lišily jen velmi těsně a v těchto letech také došlo k nejmenším kurzovým rozdílům. Při pohledu na vývoj kurzových rozdílů je až na rok 2016 dodrženo, že pokud je pevný kurz slabší než průměrný roční kurz, bývá zpravidla na konci roku účtováno s kurzovou ztrátou a naopak. Při zaměření na rok 2016 je pevný kurz silnější oproti průměrnému ročnímu kurzu jen nepatrně, a to konkrétně o 0,033 EUR/CZK. Důvodem kurzové ztráty oproti očekávanému kurzovému zisku je to, že větší objem eur byl směněn ve dnech, kdy se spotový kurz pohyboval pod úrovní 27 EUR/CZK.

Na závěr je vhodné zmínit, že ač se může zdát opak, tyto kurzové rozdíly nemají na konečný hospodářský výsledek podniku vliv, jelikož kurzový rozdíl se protikladně promítne ve výnosech za tržby, tedy pokud dojde ke kurzové ztrátě, která vstoupí do nákladů, o tuto ztrátu bude vyšší výnos za tržby za vlastní výrobky a opačně.

### 3.4 Zhodnocení dopadů kurzového závazku ČNB na ekonomické výsledky podniku ROBIN-BABY, s.r.o.

V tomto oddílu jsou zhodnoceny přímé i nepřímé dopady kurzového závazku ČNB v období mezi léty 2013-2017. Pro přímé porovnání dopadů kurzového závazku je použit rozbor

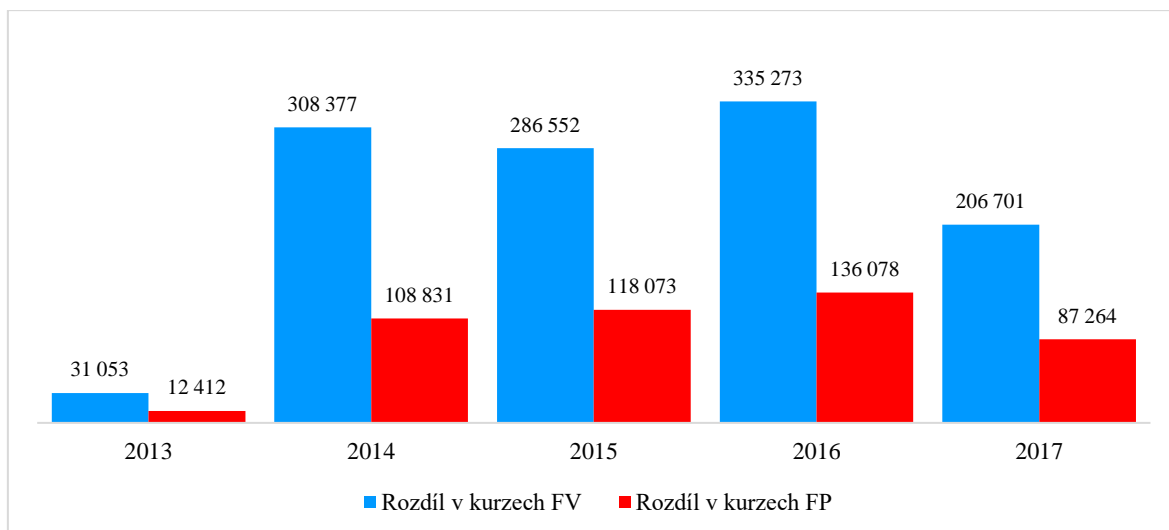
účetních výsledků vybraného podniku v letech 2013 až 2017. Dále jsou porovnány výnosy a náklady, které byly hrazeny v eurech. Tyto výnosy a náklady jsou převedeny reálným kurzem EUR/CZK a odhadem kurzu EUR/CZK v případě nezhájení kurzového závazku ČNB. Odhad kurzu EUR/CZK byl upraven jako průměr průměrného kurzu od začátku roku 2013 do 6.11.2013 a průměrného kurzu za rok 2018. Výsledkem je upravený kurz 25,6929 EUR/CZK.



Obr. 3.10: Vývoj kurzu PLN/EUR v období 2013-2018

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je možné vidět na obr. 3.10, tímto kurzem bylo nahrazeno období od 7. 11. 2013 do 19. 10. 2017. Datum 19. 10. 2017 byl zvolen, protože reálný kurz posílil na hodnotu upraveného kurzu právě v tento den. Tím došlo k očištění období posilování kurzu v období po ukončení kurzového závazku. Z tohoto důvodu také nebyl celý rok 2017 do výpočtu upraveného kurzu zahrnut, a to i přes to, že kurzový závazek v tomto roce trval čtyři měsíce.



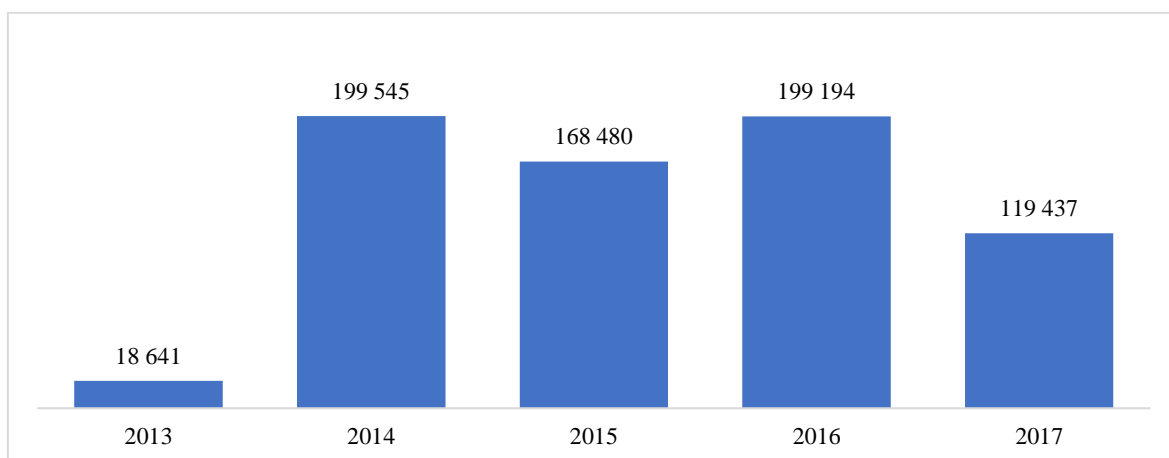
Obr. 3.11: Rozdíl ve výnosech a nákladech z provozní činnosti ze zahraničí podle reálného kurzu a kurzu 25,69 v období 2004-2017 (v CZK)

Zdroj: vlastní zpracování

Po přepočítání výnosů a nákladů v eurech na českou měnu reálným a upraveným kurzem dochází ke vzniku kurzových rozdílů, které jsou zobrazeny na obr. 3.11. Při pohledu na vývoj zobrazený na obrázku, kurzový rozdíl výnosů dle očekávání v každém roce přesahuje kurzový rozdíl nákladů. Důvodem je, že tyto výnosy v sobě zahrnují větší objem eur, jelikož se skládají nejen z materiálu dovezeného ze zahraničí, kterého se týkají výše uvedené náklady, ale i ze vstupů z tuzemska, jako např. režijních nákladů a především mezd, a samozřejmě započítaného zisku.

Při zaměření na jednotlivá období došlo v roce 2013 dle očekávání k nejmenším rozdílům, jelikož kurzový závazek trval pouhé dva měsíce. Zajímavé je však porovnání výnosů během let 2014 a 2015, kdy i přes to, že výnosy ze zahraničí meziročně vzrostly o více jak 7 %, rozdíl výnosů v roce 2014 dokázal převýšit rozdíl výnosů v roce 2015. Příčinou byl pohyb reálného kurzu nad úroveň kurzového závazku ČNB v roce 2014, kdy se pohyboval okolo úrovně 27,5 EUR/CZK a občas atakoval úroveň 28 EUR/CZK. Naopak v roce 2015 se reálný kurz již blížil úrovni 27 EUR/CZK. Tím došlo k zvětšení rozdílu reálného a upraveného kurzu v roce 2014, který dokázal převýšit meziroční růst výnosů v roce 2015. V roce 2016 došlo spolu s meziročním růstem výnosů ze zahraničí o 28 % k největšímu rozdílu ve výnosech i nákladech podle reálného a upraveného kurzu EUR/CZK. V roce 2017 již rozdíl klesl, jelikož začátkem dubna došlo k ukončení kurzového závazku ČNB. Avšak reálný a upravený kurz se lišil až do října, to spolu s meziročním růstem opět o skoro 28 % má za

výsledek, že rozdíl ve výnosech dle reálného a upraveného kurzu klesl pouze o necelých 39 %.



Obr. 3.12: Rozdíl ve výnosech z provozní činnosti ze zahraničí podle reálného kurzu a kurzu 25,69 očištěný o rozdíl v nákladech z provozní činnosti ze zahraničí podle reálného kurzu a kurzu 25,69 v období 2004-2017 (v CZK)

Zdroj: vlastní zpracování

Pokud se rozdíly reálného a upraveného kurzu EUR/CZK ve výnosech očistí o stejné rozdíly v nákladech, dojde ke vzniku hodnot uvedených na obr. 3.12. U těchto hodnot je dále vhodné porovnat, jaký byl jejich přínos do celkových výnosů ze zahraničí, díky čemuž by bylo možné zhodnotit, jaký přímý dopad měl kurzový závazek a s ním spojené oslabení kurzu EUR/CZK na hospodaření společnosti R-B. V roce 2013 byl vliv na výnosy zanedbatelný. V roce 2014 byl podíl kurzového rozdílu na výnosech ze zahraničí nejvyšší, a to 4,34 %. Poté následoval rok 2015 s 3,43 %, rok 2016 s 2,94 % a nakonec rok 2017 s pouze 1,31 %.

Z výše zmíněného lze usoudit, že přímý vliv oslabení koruny byl pro podnik minimální. Další nepřímé pozitivní vlivy nelze prokázat. Například, z důvodů, které již byly zmíněny, podnik v průběhu stanoveného období nesnižoval ceny svých výrobků, a tedy oslabení kurzu EUR/CZK nemělo vliv na zvýšení objemů exportu u podniku R-B.

Výše zmíněný přímý přínos by měl být dále ponížěn například o růst nákladů na mzdy zaměstnanců či růstu cen dodavatelů. Jelikož oslabení kurzu způsobilo růst importovaného zboží a služeb, do určité míry se podílelo na růstu mezd v tomto období. Avšak přímý vliv oslabení kurzu na růst mezd také nelze přímo vyčíslit. Například na růstu mezd se podílela

i fiskální politika, kdy minimální hrubá mzda vzrostla z 8 500 CZK v srpnu 2013 na 11 000 CZK v lednu 2017, tedy o necelých 23 %.

Svůj zásadní vliv měl, jak již bylo rozebráno, vývoj kurzu USD/EUR a také vývoj kurzu PLN/EUR.



*Obr. 3.13: Vývoj kurzu PLN/EUR v období 2013-2018*

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj tohoto kurzu je zobrazen na obr. 3.13. Ve sledovaném období byl průměrný kurz 4,24 PLN/EUR a pohyboval se v pásmu 4,5 a 4 PLN/EUR a oproti předcházejícímu období kurz oslaboval, kdy ještě po většinu roku 2011 se pohyboval pod úrovní 4 PLN/EUR. Tento vývoj kurzu byl tedy při dovozu textilního materiálu z Polska pro podnik R-B výhodný.

# Závěr

Tato diplomová práce byla zaměřena na analýzu dopadů změn kurzu CZK na ekonomické výsledky českého exportního podniku ROBIN-BABY, s.r.o. od roku 2004, kdy Česká republika vstoupila do Evropské unie, s důrazem na období mezi roky 2013 a 2017, kdy došlo k záměrnému oslabení kurzu české měny vůči euru Českou centrální bankou.

První část této diplomové práce byla věnována měnovému kurzu. Byla zde vymezena základní teorie měnového kurzu. Dále byl popsán devizový trh, jeho části a subjekty, které na devizový trh vstupují. Závěr první části byl věnován měnové politice centrální banky, jelikož styl měnové politiky může mít na měnový kurz zásadní vliv. V této části byly charakterizovány funkce centrální banky, nástroje měnové politiky a cíle měnové politiky se zaměřením na režim cílování inflace. V úplném závěru byla rozebrána deflace, jelikož obavy z deflace byly hlavním motivem České národní banky, proč se přiklonila k jednostrannému kurzovému závazku.

Druhá kapitola této diplomové práce byla zaměřena na rozbor hospodářského vývoje České republiky od roku 2003, tedy rok před vstupem České republiky do Evropské unie. První část byla věnována analýze vývoje vybraných makroekonomických ukazatelů a vývoje vybraných měnověpolitických nástrojů České národní banky v období od roku 2003 do 2013. Tato část měla za cíl nastínit ekonomickou situaci před zavedením kurzového závazku a objasnit, proč se Česká národní banka na konci roku 2013 rozhodla k dalšímu uvolnění měnové politiky a proč se přiklonila za tímto účelem k využití devizových intervencí, které jsou řazeny k nestandardním měnovým nástrojům. Druhá část se již věnovala analýze vývoje makroekonomických ukazatelů České republiky během období, kdy Česká národní banka držela za pomoci devizových intervencí jednostranný kurzový závazek 27 CZK/EUR. Závěr kapitoly poté zhodnotil dopady kurzového závazku na českou ekonomiku. Cílem této kapitoly bylo představit hospodářské podmínky, v kterých český proexportní podnik ROBIN-BABY, s.r.o. působil.

Třetí kapitola se již věnovala analýze dopadů změn kurzu na ekonomické výsledky vybraného podniku. V úvodu byla vymezena teorie kurzového rizika a jeho řízení pomocí externích a interních metod, které je pro exportní i importní podniky klíčové. Zbylá část



kapitoly byla věnována výhradně rozboru podniku ROBIN-BABY, s.r.o. V úvodu této části byl vybraný český exportní podnik stručně představen. Dále bylo přistoupeno k analýze vývoje výnosů a nákladů z provozní činnosti podniku, které vznikly při obchodování se zahraničními subjekty, a to v kontextu hospodářského vývoje České republiky, kurzového závazku České národní banky a vývoje kurzu USD/EUR. Dále bylo popsáno, jak se vybraný podnik zajišťuje proti kurzovému riziku a jak využívá cizí měny v účetnictví. Konec kapitoly se zaměřil na zkoumání přímých a nepřímých dopadů oslabení české měny v rámci kurzového závazku České národní banky na ekonomické výsledky podniku v letech 2013-2017.

Z druhé kapitoly vyplývá, že hlavním důvodem pro zavedení kurzového závazku byla dlouhodobě nízká míra růstu inflace, která měla začátkem roku 2014 sklouznout do deflace. Deflace by dle ČNB mohla výrazně ohrozit stabilitu české měny a přispět tak k prohloubení recese české ekonomiky. Dle ČNB bylo tedy zapotřebí další uvolnění měnové politiky. Jelikož základní úrokové sazby snížila ČNB na úroveň technické nuly během roku 2012, přistoupila k variantě oslabení kurzu domácí měny vůči euru za pomoci devizových intervencí.

Po zhodnocení vývoje makroekonomických ukazatelů lze konstatovat:

- Inflace se nevyvíjela dle prognózy ČNB, kdy po zavedení kurzového závazku se inflace měla navrátit ke svému 2% cíli na přelomu let 2014 a 2015. Ve skutečnosti se však inflace ke svému cíli dostala až koncem roku 2017. Důvodem byly především zahraniční deflační tlaky, jako například pokles cen pohonných hmot, se kterými ČNB ve své prognóze nepočítala. Nicméně za celou dobu trvání kurzového závazku vývoj cenové hladiny neskouzl do deflace a dle ČNB kurzový závazek splnil svůj cíl.
- Vývoj ostatních makroekonomických ukazatelů naznačoval oživení české ekonomiky již v průběhu roku 2013 před zahájením kurzového závazku. Růst české ekonomiky pokračoval po celou dobu trvání kurzového závazku.
- Během trvání kurzového závazku došlo k mohutnému nárůstu devizových rezerv ČNB, které na konci roku způsobily rekordní ztrátu ve výsledku hospodaření ČNB.

Otázkou zůstane, jaký by byl vývoj cenové hladiny bez oslabení kurzu české měny. Zda by případná deflace skutečně znamenala problém, jelikož během nízké míry inflace česká ekonomika prosperovala. Zda nebylo vhodné ukončit kurzový závazek již během roku 2016, kdy se již inflace navracela ke svému cíli, a což by předešlo mohutnému nárůstu devizových rezerv ČNB. A zda nově nabyté devizové intervence představují pro ČNB problém.

Analýza podniku ROBIN-BABY, s.r.o. dokázala, že se jedná o značně proexportní podnik, kdy většina výnosů je tvořena vývozem výrobků do zahraničí, především do Rakouska. Zároveň však podnik značnou část materiálu importuje především z Polska.

Po rozboru zahraničních výnosů z běžné činnosti podniku lze usoudit, že zásadní vliv na ekonomické výsledky podniku má vývoj kurzu USD/EUR, jelikož ten výrazně ovlivňuje sílu poptávky jeho zahraničních odběratelů. Důvodem je, že pokud dolar vůči euru oslabuje, stává se pro zahraniční odběratele podniku více atraktivní zboží z Asie, a obráceně. Dále je pro podnik důležité sledovat vývoj kurzu PLN/EUR, kterým se přepočítávají faktury od dodavatelů z Polska, jelikož tvoří značnou část z nákladů z provozní činnosti podniku.

Vzhledem k poměru objemu tuzemských a zahraničních výnosů a nákladů je zřejmé, že ekonomické výsledky podniku jsou náchylné na kurzové riziko. Podnik se snaží toto riziko minimalizovat především interními metodami, jako je především volba měny fakturace, kdy se snaží co nejvíce závazků platit v eurech, a cenová politika, kdy se jednatelé společnosti snaží domloutvat pevné ceny v eurech. Důvodem této cenové politiky je, že podnik má domluvené se zahraničními odběrateli také pevné ceny v eurech.

Závěrečné porovnání, v kterém byly zkoumány přímé dopady oslabení české měny vůči euru v rámci kurzového závazku ČNB na zahraniční výnosy z provozní činnosti podniku v letech 2013-2017, vyčíslilo, že oslabení kurzu mělo na výnosy pozitivní, avšak minimální dopad. Důvodem byl především velký podíl dováženého materiálu ze zahraničí, který s oslabením kurzu české měny zdražil. Pokud by bylo možné započítat i nepřímé dopady oslabení české měny, dopady by byly ještě menší. Důvodem by bylo například všeobecné zdražení importovaného zboží a služeb, které mělo vliv na rychlejší růst mezd zaměstnanců, které jsou pro podnik klíčové.

Naopak oslabení české měny ani nepřineslo proklamované výhody, jako například zvýšení konkurenceschopnosti, jelikož ČNB nikdy kurzový závazek negarantovala na delší dobu, tudíž podnik nijak neupravoval ceny svého zboží.

Lze tedy konstatovat, že oslabení kurzu české měny pomocí devizových intervencí mělo pozitivní vliv jak na českou ekonomiku, tak na podnik, avšak nenaplnilo svá očekávání.

# Seznam literatury

ISARD, Peter, 1995. *Exchange rate economics*. New York: Cambridge University Press. ISBN 978-0521466004.

JÍLEK, Josef, 2004. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada. Finance (Grada). ISBN 80-247-0769-1.

KISELÁKOVÁ, Dana a Miroslav ŠOLTÉS. 2017. *Modely řízení finanční výkonnosti v teorii a praxi malých a středních podniků*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-271-0680-6.

KLAUS, V. Politický komentář IVK č. 16 – Byla deflace opravdu hrozbou a zásahem ČNB jsme ji zažehnali? (2013)

KRAFT, Jiří, Pavla BEDNÁŘOVÁ a Aleš KOCOUREK, 2013. *Mikroekonomie II*. Vyd. 2., upr. Liberec: Technická univerzita v Liberci. ISBN 978-80-7372-992-9.

MACHKOVÁ, Hana, Eva ČERNOHLÁVKOVÁ a Alexej SATO, 2014. *Mezinárodní obchodní operace*. 6., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Grada. ISBN 978-80-247-4874-0.

MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ, 2016. *Mezinárodní finance a devizový trh: the future of the euro and solutions for the Eurozone*. Praha: Management Press. ISBN 978-807-2612-871.

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK, 2018. *Monetární ekonomie v období konvergence a krize*. Praha: Management Press. ISBN 978-807-2615-452.

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK, 2008. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-807-2611-850.

MARKOVÁ, Jana, 1997. *Úvod do devizových obchodů: řešené příklady*. Praha: Bankovní institut. ISBN 80-902-2436-9.

MINENNA, Marcello, 2016. *The incomplete currency: the future of the euro and solutions for the Eurozone*. Chichester, West Sussex, United Kingdom: WILEY. ISBN 978-111-9019-091.

NEUMANN, Pavel, Pavel ŽAMBERSKÝ a Martina JIRÁNKOVÁ, 2010. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-802-4732-763.

REVENDA, Zbyněk, 2012. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-807-2612-406.

SOUKUP, Jindřich, Vít POŠTA, Pavel NESET a Tomáš PAVELKA, 2018. *Makroekonomie*. 3. aktualizované a doplněné vydání. Praha: Management Press. ISBN 978-807-2615-377.

TAUŠER, Josef, 2007. *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*. Praha: Oeconomica. ISBN 978-802-4511-658.

VEBER, Jaromír a Jitka SRPOVÁ. 2012. *Podnikání malé a střední firmy*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4520-6.

ZUZÁK, Roman a Martina FEJFAROVÁ, 2009. *Krizové řízení podniku*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada. Expert (Grada). ISBN 978-802-4731-568.

## Online zdroje

CUPALOVÁ, Marcela, 2009. Dopady světové ekonomické krize na veřejné rozpočty v zemích EU a vývoj českých veřejných financí. In: *Poslanecká sněmovna parlamentu České republiky* [online]. Praha: PSP, 2009 [cit. 2019-12-20]. Dostupné z: <https://www.psp.cz/sqw/text/orig2.sqw?idd=58368>

ČNB zasahovala proti koruně 41 měsíců. Čtěte vše o intervencích, 2019. In: *Deník.cz* [online]. Praha: VLTAVA LABE MEDIA, 6. 4. 2017 [cit. 2019-12-11]. Dostupné z: <https://www.denik.cz/ekonomika/cnb-zasahovala-proti-korune-41-mesicu-ctete-vse-o-intervencich-20170406.html>

Inflace: druhy, definice, tabulky, 2019. In: *Český statistický úřad* [online]. Praha: ČSÚ [cit. 2019-12-20]. Dostupné z: [https://www.czso.cz/csu/czso/mira\\_inflace](https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace)

Inflační očekávání finančního trhu, 2013. In: *ČNB* [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2019-12-19]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financi-trhy/.galleries/inflacni\\_ocekavani\\_ft/inflacni\\_ocekavani\\_ft\\_2013/C\\_inflocek\\_10\\_2013.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/financi-trhy/.galleries/inflacni_ocekavani_ft/inflacni_ocekavani_ft_2013/C_inflocek_10_2013.pdf)

Intervence přinesly exportérům přímo 687 miliard korun, 2019. In: *E15.cz* [online]. Praha: CZECH NEWS CENTER, 2017 [cit. 2019-12-20]. Dostupné z: <https://www.e15.cz/intervence-cnb/intervence-prinesly-exporterum-primo-687-miliard-korun-1330597>

LIPOVSKÁ, Hana, 2019. Padáme do deflační pasti? In: *Institut Václava Klause* [online]. Praha: Institut Václava Klause, 6. 10. 2015 [cit. 2019-12-10]. Dostupné z: <https://www.institutvk.cz/clanky/hana-lipovska-padame-do-deflacni-pasti>

Měnověpolitické sazby ČNB, 2019. In: *ČNB* [online]. Praha: ČNB [cit. 2019-12-19]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/menova-politika/zpravy-o-inflaci/tematicke-prilohy-a-boxy/Menovepoliticke-sazby-CNB/>

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2013. Praha: ČNB, 2012 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2012.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2012.pdf)

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2014. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2013.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2013.pdf)

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2015. Praha: ČNB, 2014 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2014.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2014.pdf)

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2016. Praha: ČNB, 2015 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2015.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2015.pdf)

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2017. Praha: ČNB, 2016 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2016.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2016.pdf)

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2018. Praha: ČNB, 2017 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2017.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2017.pdf)

*Roční zpráva o výsledku hospodaření České národní banky* [online], 2019. Praha: ČNB, 2018 [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o\\_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb\\_vysledky\\_hospodareni\\_2018.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/o_cnb/.galleries/hospodareni/download/cnb_vysledky_hospodareni_2018.pdf)

Slovník: Deflační spirála, 2019. In: *ČNB* [online]. Praha: ČNB [cit. 2019-12-10]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/>

STUPAVSKÝ, Michal, 2019. Forex: Subjekty devizového trhu (I. díl). In: *Investice.finance.cz* [online]. Praha: Mladá fronta [cit. 2019-12-06]. Dostupné z: <https://investice.finance.cz/zpravy/finance/148560-forex-subjekty-devizoveho-trhu-i-dil/>

ŠNAJDR, David, 2019. Spanilá cesta české koruny. In: *Investujeme.cz* [online]. Praha: Fincentrum & Swiss Life Select [cit. 2019-12-19]. Dostupné z: <https://www.investujeme.cz/clanky/spanila-cesta-ceske-koruny/>

Vladimír Tomšík: Kurzový závazek jako nástroj měnové politiky ČNB v pasti likvidity, 2015. In: *Parlamentnilisty.cz* [online]. Praha: OUR MEDIA a.s., 4. 5. 2015 [cit. 2019-12-19]. Dostupné z: <https://www.parlamentnilisty.cz/arena/nazory-a-petice/Vladimir-Tomsik-Kurzovy-zavazek-jako-nastroj-menove-politiky-CNB-v-pasti-likvidity-373562>

Vše o intervencích. ČNB si „vytiskla“ stovky miliard, otázka je, co teď s nimi, 2019. In: *ČT24* [online]. Praha: Česká televize, 6. 4. 2017 [cit. 2019-12-11]. Dostupné z: <https://ct24.ceskatelevize.cz/ekonomika/2071438-vse-o-intervencich-cnb-si-vytiskla-stovky-miliard-otazka-je-co-ted-s-nimi>

Zeman: Do vedení ČNB chci jenom ty, kdo jsou pro euro, 2019. In: *Echo24.cz* [online]. Praha: ECHO MEDIA, 12. 2. 2015 [cit. 2019-12-11]. Dostupné z: <https://echo24.cz/a/iswGm/zeman-do-vedeni-cnb-chci-jenom-ty-kdo-jsou-pro-euro>

Zpráva o inflaci / IV, 2013. In: *ČNB* [online]. Praha: ČNB, 2013 [cit. 2019-12-19]. Dostupné z: [https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy\\_o\\_inflaci/2013/2013\\_IV/download/zoi\\_IV\\_2013.pdf](https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/cs/menova-politika/.galleries/zpravy_o_inflaci/2013/2013_IV/download/zoi_IV_2013.pdf)

Zákon č. 6/1993 Sb. Zákon České národní rady o České národní bance. In: <https://www.zakonyprolidi.cz/cs/1993-6>