

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

**Měnová politika a kurzový závazek České
národní banky**

Lucie Králová

© 2016 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozní a ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Lucie Králová

Provozní a ekonomika

Název práce

Měnová politika a kurzový závazek České národní banky

Název anglicky

Monetary policy and exchange rate commitment of the Czech National Bank

Cíle práce

Hlavním cílem diplomové práce je zhodnocení vlivu kursové politiky České národní banky na tuzemskou ekonomiku. Důležitým cílem práce jsou vytvoření teoretického základu dané problematiky se zaměřením na vymezení alternativních typů kurzových režimů a jejich výhod, resp. nevýhod. Dalším důležitým cílem je vytvoření komparace makroekonomického vývoje s vývojem ve vybraných zemích mimo eurozónu.

Metodika

V prvním kroku je vytvořena literární rešerše se zaměřením na měnovou politiku realizovanou v různých typech kurzových režimů. Dále jsou přestaveny výhody a nevýhody realizace kurzových intervencí. V praktické části práce je analyzován makroekonomický vývoj České republiky a v dalších vybraných evropských zemích. Následně je provedena komparace, která umožní vyhodnotit realizovanou českou kurzovou politiku založenou na přechodném kurzovém závazku v podmínkách flexibilního kursu.

Doporučený rozsah práce
60-80 stran

Klíčová slova

Česká národní banka, Česká republika, devizové intervence, kurzová politika, monetární politika, režimy měnové politiky.

Doporučené zdroje informací

DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M. Mezinárodní finance. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

JÍLEK, Josef. 2004. Peníze a měnová politika. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0769-1.

NORDHAUS, W. D., SAMUELSON, P. A. Ekonomie : 19. vydání. Praha: NS Svoboda, 2013. ISBN 978-80-206-0629-0.

ŘEŽÁBEK, Pavel. 2010. Měnová politika a její interakce s politikou fiskální. Praha: Karolinum, 2010. ISBN 978-80-246-1894-4.

SOUKUP, J. a kol. 2007. Makroekonomie. Praha: Management Press, 2007. ISBN 978-80-7261-174-4.

Předběžný termín obhajoby

2016/17 ZS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Stanislav Burian, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 19. 10. 2016

doc. PhDr. Ing. Lucie Sešlová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 24. 10. 2016

Ing. Martin Pešek, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 28. 11. 2016

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Měnová politika a kurzový závazek České národní banky" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autorka uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušila autorská práva třetích osob.

V Praze dne 29. 11. 2016

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Stanislavu Burianovi, PhD., za jeho přístup, odborné rady a konzultace, které mi při tvorbě diplomové práce poskytl.

Měnová politika a kurzový závazek České národní banky

Souhrn

Hlavním cílem této diplomové práce je zhodnotit vliv kurzové politiky ČNB na tuzemskou ekonomiku. Kurzovou politikou se v tomto případě rozumí zavedení devizových intervencí, ke kterým ČNB přistoupila v listopadu 2013. V teoretické části je největší pozornost věnována devizovému trhu a devizovým intervencím, které patří mezi nepřímé nástroje měnové politiky. Dále jsou zde popsány funkce a role centrální banky. V praktické části diplomové práce je provedena analýza makroekonomického vývoje ČR a dalších vybraných evropských zemí. Následně je zde provedena komparace, která umožní vyhodnotit realizovanou kurzovou politiku ČNB. Součástí této části práce jsou také diskutované možnosti termínu ukončení kurzového závazku a jeho forma. V poslední kapitole jsou uvedeny názory uznávaných ekonomů a organizací na devizové intervence.

Klíčová slova: Česká národní banka, Česká republika, devizové intervence, kurzová politika, monetární politika, režimy měnové politiky.

Monetary policy and exchange rate commitment of the Czech National Bank

Summary

The main goal of this thesis is to value the effect of the exchange rate policy of the Czech National Bank on the internal economy. In this case, exchange rate policy means the introduction of foreign exchange intervention, which was joined by the Czech National Bank in November 2013. In the theoretical part is the most attention paid to the foreign exchange market, foreign-exchange interventions, which are among the indirect monetary policy instruments. There are also described the functions and roles of the central bank. In the practical part of the thesis is an analysis of macroeconomic developments in the Czech Republic and other selected European countries. There is the comparison which allows to evaluate the realized exchange rate policy of the Czech National Bank. This part of the thesis are also discussed possibilities deadline for the completion of the exchange rate commitment and its form. The last chapter includes opinions of respected economists and organizations on exchange interventions.

Keywords: Czech National Bank, Czech Republic, foreign exchange intervention, exchange rate policy, monetary policy, regimes of monetary policy.

OBSAH

1	Úvod	12
2	Cíl práce a metodika	13
3	Teoretická východiska	15
3.1	Devizový trh	15
3.1.1	Klasifikace devizového trhu	16
3.1.2	Měnový kurz	18
3.1.3	Režimy měnových kurzů	20
3.1.4	Devizové rezervy	23
3.2	Centrální banka a její funkce	23
3.3	Měnová politika	29
3.3.1	Cíle měnové politiky	30
3.3.2	Nástroje měnové politiky	31
4	Praktická část	38
4.1	Stav české ekonomiky před realizací devizových intervencí	38
4.2	Dopady kurzového závazku na tuzemskou ekonomiku	44
4.3	Komparace ekonomiky ČR se zahraničními ekonomikami	56
4.3.1	Polsko	56
4.3.2	Maďarsko	59
4.3.3	Slovensko	62
4.3.4	Vlastní komparace	64
4.4	Ukončení kurzového závazku	66
5	Výsledky a diskuze	69
6	Závěr	79
7	Seznam použitých zdrojů	81
8	Přílohy	87

ZKRATKY

CB	centrální banka
CZK	měnový kód oficiálního platidla v České republice
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
DPH	daň z přidané hodnoty
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie
EUR	měnový kód oficiálního platidla členů eurosystému
GUS	Polský statistický úřad
HDP	hrubý domácí produkt
KSH	Centrální statistický úřad Maďarska
MMF	Mezinárodní měnový fond
NBP	Národní banka Polska
NBS	Národní banka Slovenska
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
ŠÚSR	Statistický úřad Slovenské republiky
USA	Spojené státy americké
USD	měnový kód oficiálního platidla Spojených států amerických
ÚP	úřad práce
ZO	zahraniční obchod
V4	Visegrádská čtyřka (skupina)

SEZNAM GRAFŮ

Graf 1 Vývoj inflace v letech 2006 - 2013 (meziročně v %)	39
Graf 2 Tempo růstu reálného HDP v letech 2006 - 2013 (meziročně v %)	40
Graf 3 Vývoj základních úrokových sazeb ČNB (v %)	41
Graf 4 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2013 - 2016 (v CZK/EUR)	42
Graf 5 Stav devizových rezerv (v mil. Kč)	43
Graf 6 Vývoj míry inflace v letech 2013 - 2018 (meziročně v %)	44
Graf 7 Dovozní ceny pohonných hmot v letech 2013 - 2016 (meziročně v %)	45
Graf 8 Ceny výrobců v letech 2013 - 2016 (meziročně v %)	46
Graf 9 Struktura inflace v letech 2013 - 2016 (meziročně v %)	46
Graf 10 Ceny vývozu a dovozu v letech 2013 - 2016 (meziročně v %, stejné období předchozího roku = 100)	47
Graf 11 Vývoj HDP v letech 2013 - 2018 (meziročně v %)	48
Graf 12 Struktura HDP v letech 2013 - 2016 (meziročně v %, p. b.)	49
Graf 13 Struktura HDP po vyloučení dovozu pro konečné užití (meziročně v %, p. b.)	50
Graf 14 Příspěvky odvětví k růstu HPH v letech 2013 - 2016 (meziročně v %, p. b.)	51
Graf 15 Vývoj nezaměstnanosti v letech 2013 - 2016 (v %, tis. os.)	52
Graf 16 Počet volných pracovních míst v letech 2013 - 2016	53
Graf 17 Vývoj zaměstnanosti v letech 2013 - 2016 (v %, tis. os.)	54
Graf 18 Průměrná hrubá měsíční mzda v letech 2013 - 2016 (v Kč)	55
Graf 19 Vývoj reálného HDP v Polsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)	57
Graf 20 Vývoj míry inflace v Polsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)	57
Graf 21 Export Polska v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)	59
Graf 22 Vývoj míry inflace v Maďarsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)	60
Graf 23 Vývoj reálného HDP v Maďarsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)	60

Graf 24 Export Maďarska v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)	61
Graf 25 Vývoj reálného HDP na Slovensku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)	62
Graf 26 Vývoj míry inflace na Slovensku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %).....	62
Graf 27 Export Slovenska v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)	63
Graf 28 Vývoj míry inflace v zemích V4 v letech 2014 - 2016 (meziročně v %).....	64
Graf 29 Vývoj reálného HDP v zemích V4 v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)	65
Graf 30 Vývoj exportu v zemích V4 v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR).....	65
Graf 31 Vývoj inflace ve vybraných evropských zemích v letech 2014 - 2016 (meziročně v %).....	87
Graf 32 Vývoj HDP ve vybraných evropských zemích v letech 2014 - 2016 (meziročně v %).....	88
Graf 33 Vývoj exportu ve vybraných evropských zemích v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR).....	89

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1 Klasifikace devizového trhu.....	16
Obrázek 2 Nástroje a cíle měnové politiky.....	30

1 Úvod

V letech 2008 a 2009 zasáhla celý svět finanční a ekonomická krize. Způsobila především pokles hrubého domácího produktu, inflace a zvýšila nezaměstnanost. V řadě evropských zemí pak začaly působit deflační tlaky a hrozil pokles cen. Centrální banky zemí se chtěly deflaci vyhnout a začaly proti těmto tlakům bojovat. Využívaly k tomu zejména základní nástroje měnové politiky, kam patří např. úrokové sazby.

Hlavním úkolem ČNB je zabezpečovat cenovou stabilitu. K jeho plnění si jako měnověpolitický režim vybrala cílování inflace. K poslední změně inflačního cíle došlo v březnu 2007, kdy byl vyhlášen inflační cíl ve výši 2 % (s tolerančním pásmem ± 1 %), jehož platnost nastala od počátku roku 2010. Při měnověpolitickém rozhodování využívá bankovní rada ČNB své nejnovější prognózy a vyhodnocuje rizika nenaplnění těchto prognóz. V případě nutnosti zásahu hlasuje bankovní rada o tom, jak změni nastavení měnověpolitických nástrojů, aby nedošlo k vychýlení inflace mimo toleranční pásmo. Základním měnověpolitickým nástrojem ČNB jsou, jako u většiny evropských centrálních bank, úrokové sazby. Z důvodu deflačních tlaků začala ČNB od roku 2008 úrokové sazby snižovat. Snížení úrokových sazeb obvykle vede, prostřednictvím transmisního mechanismu, ke zvýšení agregátní poptávky. Ta pak podpoří růst inflace. V roce 2012 však nastal problém, neboť úrokové sazby klesly na technickou nulu (0,05 %). Inflační cíl 2 % byl stále vzdálený a deflační tlaky narůstaly. Bylo tak třeba najít jiný vhodný nástroj, který hrozící deflaci odvrátí. ČNB se rozhodla pro využití devizových intervencí. Ty vyhodnotila, v rámci naší malé otevřené ekonomiky s přebytkem finanční likvidity, jako nejvhodnější. V listopadu 2013 vyhlásila kurzový závazek, jehož cílem bylo oslabit korunu a udržovat ji „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“. V případě tedy, že koruna posílí na úroveň, které už nelze interpretovat jako „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“, ČNB oslabí korunu tím, že za ní nakoupí cizí měnu.

Hlavním úkolem intervencí mělo být tedy odvrácení rizika hrozící deflace a navrácení cenové stability. Dále měly intervence přispět k podpoře exportu a tím i k rychlejšímu oživení ekonomiky. Zároveň měly intervence oživit ekonomiku natolik, aby se ČNB mohla co nejrychleji vrátit ke svému tradičnímu měnověpolitickému nástroji, tj. úrokovým sazbám.

2 Cíl práce a metodika

Hlavním cílem diplomové práce je zhodnotit vliv kurzové politiky ČNB na domácí ekonomiku. Sekundárním cílem je provést analýzu a následnou komparaci makroekonomického vývoje ČR s vývojem ve vybraných evropských státech, přičemž právě provedená komparace je nástrojem umožňujícím vyhodnocení úspěšnosti intervencí. Dalším dílčím cílem práce je vytvoření teoretického zázemí dané problematiky, která bude zaměřena především na výhody a nevýhody alternativních typů kurzových systémů.

Tato diplomová práce je rozdělena na část teoretickou a praktickou. Úvod literární rešerše se zabývá devizovým trhem a jeho klasifikací. Součástí této kapitoly je dále vymezení faktorů určujících kotaci měnového kurzu, vymezení alternativních režimů měnových kurzů a v neposlední řadě i charakteristika devizových rezerv. V další kapitole je charakterizována centrální banka a její funkce. V souladu s tématem práce je především věnována pozornost měnové politice centrální banky, jejím cílům a nástrojům. Co se týče nástrojů měnové politiky, zde je větší pozornost věnována devizovým intervencím, které tvoří stěžejní základ dané problematiky. Teoretická část práce je zpracována na základě studia odborné literatury, online zdrojů České národní banky a dalších relevantních internetových zdrojů.

Praktická část je rovněž účelově členěna do několika kapitol. V úvodu je analyzován vývoj základních makroekonomických ukazatelů, které měly největší vliv na zavedení devizových intervencí. Dále je zde detailněji reflektován postup ČNB při zavádění již zmíněných devizových intervencí a cílů, kterých chtěla ČNB tímto zpřísněním měnové politiky dosáhnout. Ve druhé kapitole jsou analyzovány dopady intervencí na českou ekonomiku. Třetí kapitola praktické části zahrnuje rozbor vývoje míry inflace, HDP a exportu¹ vybraných evropských zemí. Následně je provedena komparace ČR s těmito státy, která nepřímo umožní vyhodnotit realizovanou kurzovou politiku ČNB.

¹ V rámci využití metodiky je důležité upřesnění přístupu k zahraničnímu obchodu. Existují dva pohledy na zahraniční obchod, národní pojetí a přeshraniční pojetí. Pro danou práci bylo vybráno přeshraniční pojetí, které je v souladu s tzv. tradiční statistikou zahraničního obchodu. Export je v tomto pojetí brán jako fyzické překročení zboží přes hranice domácí země směrem do zahraničí. Oproti druhému přístupu zahrnuje i operace lidí a podniků nesídlících na území daného státu. Takto získaná data jsou navíc mezinárodně srovnatelná.

Ke komparaci byly vybrány státy Visegrádské čtyřky, kam kromě ČR patří také Slovensko, Polsko a Maďarsko. Poslední kapitola praktické části se věnuje ukončení kurzového závazku, což je aktuálně velmi diskutované téma. Jsou zde uvedeny avizované možnosti termínu exitu i jeho forma.

Pátá část diplomové práce, Výsledky a diskuze, zahrnuje názory uznávaných ekonomů na zavedení devizových intervencí ČNB. Dále jsou zde shrnuty zjištěné výsledky. Ty jsou zároveň porovnány právě s názory ekonomů a argumenty ČNB.

Pro zpracování praktické části byly využity databáze časových řad České národní banky, Českého statistického úřadu, statistických úřadů vybraných evropských států a Eurostatu. Získané údaje jsou analyzovány a následně komparovány. Závěr práce je formulován na základě syntézy provedeného rozboru a výsledků komparace.

3 Teoretická východiska

3.1 Devizový trh

Devizový trh tvoří hlavní část měnového trhu. Je to místo, kde se střetává devizová poptávka s devizovou nabídkou a kde se vytváří devizový kurz.² Na devizovém trhu se zprostředkovávají obchody v bezhotovostní formě zahraničních měn. Mezi základní bezhotovostní formy patří zápisy na bankovních účtech, elektronické zápisy na obrazovkách terminálů, směnky či šeky.³

Druhou složkou měnového trhu je trh valutový, což je trh, který obchoduje s hotovostní formou zahraniční měny. Valutový trh tvoří však pouze marginální část měnového trhu a proto je měnový trh obecně nazýván jako devizový.⁴

Šoba popisuje devizový trh jako: „*online propojené terminály dealingových oddělení bank, investičních společností a dalších významných institucí, kdy mezi sebou tyto instituce směňují devizy*“. Tento systém označuje jako FOREX (*FOREignExchange*).⁵

Teritoriální rozmístění jednotlivých devizových trhů umožňuje nepřetržité obchodování 24 hodin denně. Mezi nejvýznamnější tradiční devizové trhy tzv. *on-shore centra* patří Tokio - Frankfurt - Curych - Londýn - New York - San Francisco. Ty jsou v současnosti doplňovány tzv. *off-shore centry*, kam patří Nové Hebridy, Hongkong, Singapur a Bahrajn. Poválečný rozvoj těchto center je spojen s daňovými výhodami (tzv. *daňové ráje*) a výhodnou územní polohou, neboť jsou mezi tradičními trhy.⁶

² REVENDA, Zbyněk; a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví* (5. vyd.), s. 388

³ MANDEL, Martin; DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*, s. 51

⁴ ŠOBA, Oldřich; a kol. *Finanční matematika v praxi*, s. 263

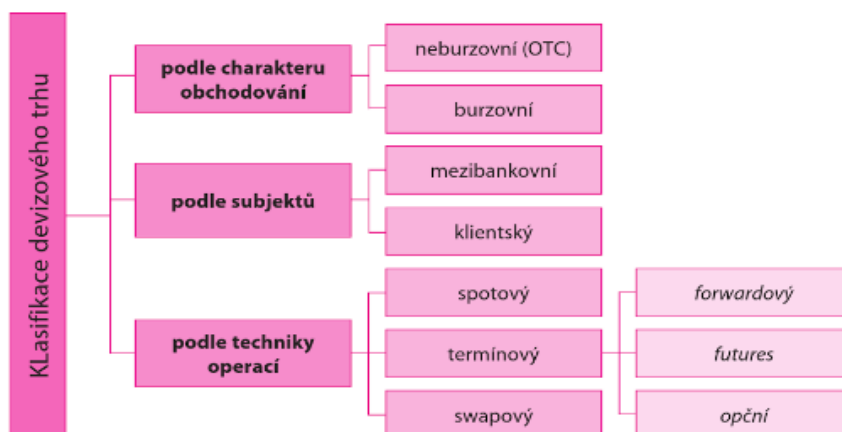
⁵ tamtéž, s. 264

⁶ REVENDA, Zbyněk; a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví* (5. vyd.), s. 389

3.1.1 Klasifikace devizového trhu

Kromě druhu obchodovaných peněz lze devizový trh rozdělit podle několika dalších kritérií. Z hlediska charakteru obchodování lze rozlišovat trh burzovní a neburzovní. Podle subjektů, které na devizový trh vstupují, se devizový trh dělí na mezibankovní a klientský trh. A podle techniky operací je rozlišován trh spotový, termínový a swapový.⁷

Obrázek 1 Klasifikace devizového trhu



Zdroj: MANDEL, Martin; DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*, s. 51

V současné době má devizový trh převážně charakter **neburzovního trhu** (*over the counter market*), který se v české bankovní terminologii označuje jako OTC trh. **Burzovní obchodování** má pouze doplňkovou roli. Využívá se jen v případě futures a částečně u opcí.⁸

Z hlediska subjektů (účastníků) devizového trhu je rozlišován mezibankovní a klientský devizový trh. **Mezibankovní devizový trh** OTC vyjadřuje vztah *banka - banka*. Na jeho realizaci se podílí dealeri tzv. *market makeři* obchodních bank, dealeri CB a velkoobchodní brokeři. **Klientský devizový trh** je typický vztahem obchodní *banka - klient*, kde může případným mezičlánkem být autorizovaný a regulovaný

⁷ MANDEL, Martin; DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*, s. 50 - 51

⁸ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 191

maloobchodní broker. Pozici klientů mohou zastávat výrobní podniky, pojišťovny, fondy, privátní investoři nebo menší obchodní banky.⁹

Podle techniky operací se obchod s devizami dělí na¹⁰:

Spotové (promptní) obchody spočívají v nákupu či prodeji zahraniční měny za kurz, který je v daném okamžiku aktuální. Podmínkou je, že dodání a zaplacení se uskuteční zpravidla do dvou dnů od uzavření dohody.

Termínové obchody představují nákup nebo prodej deviz za pevně sjednaný kurz při uzavření kontraktu. Dodání a placení se v tomto případě musí uskutečnit v dohodnutém termínu. Termínový kurz se odlišuje od spotového v zásadě o rozdíl úrokové míry na domácím a zahraničním trhu. Mezi základní termínové obchody dále patří:

a) Forwards jsou nejstarší formou termínových obchodů. Dohoda se uzavírá v přítomnosti, ale její plnění nastává až v předem domluveném termínu. Forwards se obvykle uzavírá na mimoburzovním trhu. Jde o jakousi formu „šitou klientovi na míru“, neboť sám klient si volí obchodované množství a termín plnění.

b) Futures mají na rozdíl od forwards standardizovanou podobu, a to jak z hlediska obchodovaného množství (*loty*), tak i termínů jejich plnění. Tudiž je lze realizovat výhradně na burze. Do každé operace vstupuje clearingová ústředna, která od obchodníků vybírá několikaprocenní zálohu (*margin*) z celkové sumy kontraktu. Výhodou takto uzavřených obchodů je možnost okamžitého vyrovnání zisku nebo ztráty s clearingovou ústřednou při uzavření protipozice. Velkou nevýhodou ovšem je nemožnost přizpůsobení si velikosti a délky splatnosti pohledávky.

c) Opce představuje kontrakt mezi navrhovatelem a oprávněnou stranou. Navrhovatel se zaváže neodvolat svou nabídku po předem stanovenou dobu a oprávněná strana má právo odstoupit od smlouvy při zaplacení peněžní prémie. Ta se odvíjí od délky doby opce, rozdílu mezi spot a opční sazbou a rizikovostí. Výhodou je opět možnost okamžitého vyrovnání zisku nebo ztráty s clearingovou ústřednou při uzavření protipozice.

⁹ MANDEL, Martin; DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*, s. 54

¹⁰ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 191 - 192

Swapové obchody jsou kombinací spotových a forwardových obchodů. Jsou to obchody dvousměrné, tudíž počítají s prodejem a opětovným budoucím nákupem (nebo naopak) a ovlivňují tak měnový kurz pouze dočasně.

3.1.2 Měnový kurz

Měnový kurz představuje poměr výměny dvou měn. Je to cena jedné měny vyjádřená v jednotkách druhé měny. Měnový kurz lze zapsat přímou nebo nepřímou kotací. Přímá kotace kurzu (tzv. *evropský kurzový záznam*) vyjadřuje počet jednotek domácí měny potřebných k získání jedné jednotky zahraniční měny (27 CZK/EUR). Nepřímá kotace kurzu (tzv. *britský kurzový záznam*) je převrácenou hodnotou měnového kurzu zapsaného přímou kotací. Určuje potřebné množství jednotek zahraniční měny k zakoupení jedné jednotky domácí měny (0,037 EUR/CZK).¹¹

Měnový kurz může být utvářen několika způsoby. Základním způsobem je tvorba pomocí interakce devizové nabídky a poptávky na devizovém trhu. Druhým způsobem je stanovení kurzu CB. Mezi další způsoby tvorby měnového kurzu patří kombinace prvních dvou metod.¹²

Spolu s inflací a úrokovou sazbou patří měnový kurz k nejdůležitějším cenám v ekonomice, neboť přímo ovlivňuje všechny ostatní ceny v ekonomice a má tak významný vliv na vývoj cenové hladiny. V případě, že domácí měna posílí, působí to protiinflačně a dovážené zboží bude levnější. Pokud domácí měna naopak oslabí, působí to proinflačně a dovoz bude dražší. Měnový kurz umožňuje ekonomické propojení domácí ekonomiky s ostatními státy, díky čemuž lze srovnávat tuzemské ekonomické veličiny se zahraničními. Ekonomické subjekty tak mohou lehce zjistit, zda se jim finančně vyplatí nakoupit dané zboží v tuzemsku nebo v zahraničí.¹³

¹¹ NEUMANN, Pavel. *Mezinárodní ekonomie*, s. 62

¹² KALÍNSKÁ, Emilie; a kol. *Mezinárodní obchod v 21. století*, s. 78

¹³ NEUMANN, Pavel. *Mezinárodní ekonomie*, s. 62

Nominální měnový kurz, nazýván také jako *spotový* či *promptní*, je definován jako počet jednotek domácí měny, za které lze koupit jednotku zahraniční měny. Zpravidla je určován denním na devizovém trhu a je vždy platný k určitému časovému okamžiku. **Reálný měnový kurz** je dán podílem cenové hladiny v zahraničí a domácí cenové hladiny, kde je zahraniční cenová hladina převedena přes nominální měnový kurz na jednotky domácí měny.¹⁴

$$R = E \times \frac{P^*}{P}$$

kde R ... reálný měnový kurz;

E ... nominální měnový kurz;

P* ... zahraniční cenová hladina;

P ... domácí cenová hladina.¹⁵

Depreciace (apreciace) je znehodnocení (zhodnocení) neboli oslabení (posílení) měnového kurzu domácí měny vůči měně zahraniční. K tomuto znehodnocení (zhodnocení) dochází samovolně interakcí devizové nabídky a poptávky. Depreciace nastane v případě, že nabídka dané měny je vyšší než poptávka po ní. Naopak apreciace vznikne za situace, kdy poptávka po určité měně je vyšší než její nabídka. K depreciaci (apreciaci) může docházet, jak v režimu plovoucího kurzu, tak i v režimu pevného kurzu. Devalvace (revalvace) znamená znehodnocení (zhodnocení) tuzemské měny v rámci systému fixního kurzu. Je výsledkem cílených kroků CB (příp. vlády). Devalvací se zlevňuje exportované zboží na zahraničních trzích a naopak zdražuje dovážené zboží.¹⁶

ČNB zveřejňuje každý den po 14:30 hodině aktuální kurzovní lístek, který obsahuje informace – o jakou zemi se jedná, název měny, množství, kód měny a středový kurz.

¹⁴ ČNB. *Co to je nominální a reálný měnový kurz?* [online]. 2016c [cit. 2016-10-10]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_nominalni_a_realny_menovyy_kurz.html

¹⁵ JUREČKA, Václav; a kol. *Makroekonomie*, s. 285

¹⁶ NEUMANN, Pavel. *Mezinárodní ekonomie*, s. 63

3.1.3 Režimy měnových kurzů

Některé země nechávají svým měnám volnost, nezasahují na trh a nechávají hodnotu měnového kurzu řídit nabídkou a poptávkou soukromých subjektů na měnovém trhu. Tento režim je označován jako volně plovoucí kurz (*floating*). Měnový kurz může ale zásadním způsobem ovlivnit celou ekonomiku, a proto se ho některé země snaží ovlivnit či zcela eliminovat. Pevný režim neboli fixní měnový kurz představuje pevně stanovený nominální měnový kurz domácí měny vůči zahraniční měně.¹⁷

Jílek rozlišuje několik režimů měnových kurzů¹⁸:

- Zlatý standard;
- pevný měnový kurz;
- korigované a posuvné zavěšení;
- čistý, nezávislý a řízený plovoucí měnový kurz;
- měnový výbor.

Zlatý standard (*gold standard*) byl významným měnovým systémem měnových kurzů v dějinách financí. Zlato představovalo jediné mezinárodní aktivum a CB byly nuceny fixovat své měny ke zlatu. Velká řada nevýhod režimu vedla k jeho rozpadu a zároveň brání jeho opětovnému zavedení v současnosti.

Měnový výbor (*currency board*) reprezentuje CB, která zajišťuje pevné ukotvení domácí měny na určitou zahraniční měnu bez flukuačního pásma. Měnová báze je tvořena pouze devizovými rezervami a každá jednotka domácí měny je jimi 100 % kryta. Výhodou je, že systém brání nadměrné emisi peněz do ekonomiky. V případě poklesu rezerv se nabídka peněz opět automaticky sníží. Tento mechanismus může být výhodný zejména v boji s vysokou mírou inflace nebo pro oživení ekonomiky. Nevýhodou může představovat náhlý šok, např. propad exportu, který sníží nabídku peněz a oslabí tak ekonomiku.

¹⁷ JUREČKA, Václav; a kol. *Makroekonomie*, s. 294

¹⁸ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, s. 368

Měnový výbor je nejtvrdší systém, kde CB nemůže provádět žádnou autonomní měnovou politiku. V současné době ho využívá Bulharsko, Estonsko a Litva.

Pevný měnový kurz je systém, kde CB stanoví centrální hladinu a flukтуаční pásmo ($\pm 1\%$), ve kterých se může měnový kurz pohybovat. Pokud se měnový kurz blíží k hranici flukтуаčního pásma, intervenuje CB nákupem (prodejem) cizích měn. Tyto devizové intervence mají vliv na devizové rezervy CB a na domácí peněžní zásobu. Pevný měnový kurz využívá např. Čína, Dánsko a Bělorusko.

Korigované zavěšení (*adjustable peg*) představuje pravidelné oficiální změny měnového kurzu měny vázané na zahraniční měnu či na koš zahraničních měn. Systém využívala např. Velká Británie či Mexiko.

Posuvné zavěšení (*crawling peg*) je systém, který se nachází na rozcestí mezi režimem pevného a plovoucího kurzu. CB udržuje nominální kurz na fixní hladině vůči měně či koši měn, ale v pravidelných a předem ohlášených intervalech tuto centrální hladinu mění. Ke změnám dochází vlivem vývoje inflace nebo jiných podstatných ekonomických ukazatelů. Výhodou systému je fixace očekávání ekonomických subjektů a zachování užitečné flexibility. Z toho důvodu je crawling peg označován jako systém pevného reálného kurzu. Tento systém uplatňují zejména transformující se ekonomiky s relativně vysokou mírou inflace. Režim byl využíván např. v Polsku nebo Maďarsku.

V režimu **čistého plovoucího měnového kurzu** (*free floating*) je kurz dané měny čistě určen interakcí nabídky a poptávky na devizovém trhu. CB na trh vůbec nezasahuje a neprovádí žádné intervence.

Nezávislý plovoucí měnový kurz (*independently floating*) představuje měnový kurz, který je občas ovlivňován cizoměnovými intervencemi CB s cílem snížení volatility měnového kurzu. Určování měnového kurzu domácí měny je převážně ponecháno na tržních silách. CB intervenuje pouze ve výjimečných případech. Mezi země, které využívají tento režim, patří např. USA, Kanada, Švýcarsko a státy eurozóny. ČNB využívá nezávislý plovoucí kurz v souladu s cílováním inflace.

Řízený plovoucí měnový kurz (*managed floating*) je režim, kdy je měnový kurz ovlivňován cizoměnovými intervencemi CB s cílem dosáhnout určitého měnového kurzu. CB intervenují proto, aby nebyla domácí měna příliš slabá či silná. Tento režim využívají spíše méně vyspělé země, jako je Indie, Pákistán nebo Ukrajina.

Jednotlivé režimy působí odlišně na vývoj platební bilance, stav devizových rezerv a na vztah vnitřních zahraničních cen.¹⁹

Jurečka ve své knize uvádí jednodušší rozdělení měnových režimů²⁰:

- 1. Režim pevného měnového kurzu s flukтуаčním pásmem**, kdy sice CB stanoví pevný kurz, ale skutečný kurz se může v rámci zvoleného pásma pohybovat kolem této stanové hodnoty. Výhodou je, že CB nemusí intervenovat při každé změně, ale pouze ve chvíli, kdy se kurz blíží k hranici flukтуаčního pásma.
- 2. Režim posuvného zavěšení měnového kurzu** je kurzový režim, v němž CB stanovuje a udržuje měnový kurz na fixní úrovni. Podle vývoje inflace či jiné makroekonomické veličiny, pak tuto úroveň po malých krocích mění. Tento systém bývá využíván především v transformujících se ekonomikách s relativně vyšší mírou inflace.
- 3. Režim řízeného plovoucího měnového kurzu** znamená, že je hodnota měnového kurzu určována trhem, nicméně CB se intervencemi snaží zabránit přílišným výkyvům na trhu.

Jurečka uvádí, že všechny kurzové režimy mají své výhody a nevýhody a zatím není možné dokázat, který z nich je lepší. Současný ideální měnový režim by měl mít podle něj tři následující znaky, které jsou označovány jako **nedosažitelná trojice** (*impossible trinity*)²¹:

1. Stabilita měnového kurzu

Měna by měla být vůči hlavním světovým měnám pevně stanovena. Zajistila by se tak stálá hodnota měny v současnosti a blízké budoucnosti. Tato stabilita by prospěla zejména investorům a obchodníkům.

¹⁹ TAUŠER, Josef. *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*, s. 22

²⁰ JUREČKA, Václav; a kol. *Makroekonomie*, s. 297

²¹ tamtéž, s. 298

2. Úplná integrace finančních trhů (kapitálová mobilita)

Finanční kapitál by měl mít možnost se volně přesouvat z jedné země a měny do další a reagovat tak na možné ekonomické příležitosti a rizika.

3. Nezávislost měnové politiky

Jednotlivé země by měly mít možnost samy určovat úrokové sazby a provádět tak domácí hospodářskou politiku. Nezávislost měnové politiky by se dala využít zejména při potlačování inflace, boji s recesí, zajišťování ekonomického růstu a plné zaměstnanosti.

3.1.4 Devizové rezervy

Devizové rezervy patří mezi hlavní položky aktiv centrální banky. Devizové rezervy v zahraniční měně představují jakousi pojistku pro zajištění vnějších potřeb státu v nepříznivých situacích. Navíc je lze využívat jako nástroj k ovlivňování kurzu. Největší část devizových rezerv má ČNB uloženu v eurech. Menší část devizových rezerv potom tvoří americké dolary. Devizové rezervy jsou následně investovány do vládních dluhopisů, cenných papírů, pokladničních poukázek nebo do akcií. Korunová hodnota devizových rezerv závisí na kurzovém vývoji. Pokud kurz koruny oslabí, korunová hodnota rezerv vzroste a ČNB tak vzniká kurzový zisk nebo naopak ztráta. Zisk ani ztráta plynoucí z držení devizových rezerv však nemají vliv na rozhodování ČNB v oblasti měnové politiky.²²

3.2 Centrální banka a její funkce

Bankovní soustava je tvořena všemi bankami, které působí na území daného státu. Ve většině rozvinutých zemí existuje dvoustupňový bankovní systém. První stupeň tvoří centrální banka (ČNB), která stojí na vrcholu bankovní soustavy. CB bude v této kapitole věnována větší pozornost, jelikož tvoří stěžejní teoretické zázemí pro danou práci. Druhým stupněm jsou potom ostatní obchodní, investiční, hypoteční banky a spořitelny, které mohou na základě udělení bankovní licence provádět bankovní operace a služby. Jsou

²² FILÁČEK, Jan. ČNB. *Devizové rezervy a devizové intervence* [online]. 2016c [cit. 2016-10-11]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_12.html

specializovány především na přijímání vkladů od veřejnosti, poskytování úvěrů a zabezpečování různých bankovních služeb.²³

CB je ve většině zemí relativně nezávislou finanční institucí. Má-li totiž být činnost CB úspěšná, nesmí být závislá na vládě a na jejím rozhodování. Úkolem CB je především zabezpečování kvality národní měny a dlouhodobé stability kupní síly.²⁴

V ekonomicky vyspělých státech mají centrální banky v zásadě stejnou náplň činnosti. Podle Černohorského lze funkce CB rozdělit do dvou hlavních oblastí²⁵:

Makroekonomické funkce centrální banky:

- emisní monopol;
- provádění měnové politiky;
- devizová činnost.

Mikroekonomické funkce centrální banky:

- bankovní regulace a dohled;
- banka bank;
- banka státu;
- reprezentant státu v měnové oblasti.

Emisní monopol

Emisní monopol je nejstarší funkcí CB a zároveň je i jejím definičním znakem. CB má jako jediná pravomoc emitovat hotovostní peníze. V rámci této funkce vydává a stahuje oběživo, tj. hotovostní oběživo tvořené z bankovek a mincí. Do této funkce CB dále spadá prověřování platnosti oběživa, vyměňování poškozených peněz, zajištění zničení znehodnocených peněz, vydávání pamětních mincí a spravování zásoby hotovostních

²³ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy (4. vyd.)*, s. 77

²⁴ tamtéž, s. 78

²⁵ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 74

peněz. V některých zemích rozhoduje o změnách vzhledu bankovek nejvyšší zákonodárný sbor (např. Kongres v USA), jinde jsou zákonem pouze stanoveny nominální hodnoty, ve kterých může banka papírové peníze vydávat (Velká Británie). ČNB stanovuje právním předpisem (vyhláškou) nominální hodnotu bankovek a mincí, jejich vzhled, hmotnost, materiál, ochranné prvky a další náležitosti. ČNB je v tomto směru zcela nezávislá a státní orgány do této její pravomoci nemohou zasahovat.²⁶

Provádění měnové politiky

V současnosti patří měnová politika mezi nejdůležitější činnosti CB. CB provádí měnovou politiku prostřednictvím svých nástrojů, mezi které patří především operace na volném trhu, stanovení povinných minimálních rezerv a určování úrokových sazeb.²⁷ Větší pozornost je problematice měnové politiky věnována níže, v samostatné kapitole.

Devizová činnost

CB vykonává správu devizových rezerv a operuje s nimi na devizovém trhu. Dle Revendy mají tyto operace čtyři základní motivy. CB se snaží *zabezpečit devizovou likviditu země*, tzn. zajistit žádoucí výši a měnovou strukturu devizových rezerv s ohledem na budoucí očekávané platby do zahraničí. Vzhledem k pohybům měnových kurzů a znehodnocování měn je nutné provádět operace proti poklesu hodnoty devizových rezerv a *udržování hodnoty devizových rezerv*. Nepotřebné devizové rezervy investuje CB do prvotřídních zahraničních cenných papírů nebo je ukládá na účty u zahraničních bank, aby došlo k jejich zhodnocení a CB mohla *z těchto devizových rezerv získávat výnosy*. Pomocí kurzových intervencí se CB snaží ovlivňovat úroveň a vývoj měnového kurzu domácí měny k zahraničním měnám.²⁸

²⁶ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 74

²⁷ tamtéž

²⁸ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví (5. vyd.)*, s. 218

Bankovní regulace a dohled

Regulační a dohledová činnost není nutně součástí činností CB ve všech zemích. V České republice je regulátorem ČNB, která je pověřena dozorem nad komerčními bankami. Cílem je především zabezpečit stabilitu a důvěryhodnost bankovního systému a ochraňovat klienty komerčních bank. Podstatou bankovní regulace je podřízení se vzniku a činnosti obchodních bank, souhrnu pravidel vyjádřených v právních normách a následný dohled nad dodržováním těchto stanovených pravidel. Účelem regulace je snížení rizik, do kterých banka vstupuje, na přijatelnou hodnotu. Vzhledem k tomu, že banky jsou řízeny lidmi, kteří mohou chybovat nebo dokonce úmyslně banku poškozovat, nelze žádnou regulací vyloučit všechna rizika. Obchodní banky mají rovněž reportovací povinnost, tzn. povinnost vykazovat ČNB předepsané údaje v předepsaných termínech.²⁹

Banka bank

CB působí jako banka pro ostatní komerční banky. Vykonává zejména tyto základní funkce³⁰:

CB poskytuje obchodním bankám úvěry bezhotovostních peněz. CB je ochotna půjčovat obchodním bankám za nízký úrok, čímž zvyšuje jejich rezervy a zároveň tím podporuje růst množství peněz v ekonomice. Banky pak mají dostatek finančních zdrojů a mohou tak zlevnit své úvěry a půjčky pro nebankovní subjekty. V případě, že mají obchodní banky problém se zajištěním likvidity a nacházejí se ve finančních problémech, může pro ně půjčka od CB představovat poslední možnost, jak získat chybějící zdroje.

Vklady bank v CB mají trojí podobu. Za prvé mají komerční banky povinnost ukládat určité procento povinných minimálních rezerv. Druhou povinností je ukládat prostředky za účelem umožnění platební a zúčtovací operace prováděné centrální bankou. Třetím druhem jsou dobrovolné vklady neboli rezervy, které slouží především k zajištění dočasného množství finančních prostředků pro realizaci platebního styku.

²⁹ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví* (5. vyd.), s. 218

³⁰ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 78

Komerční banky mají u CB otevřený účet. *Realizování platebního styku* a zúčtování plateb mezi bankami (*clearing*) mohou ve vyspělých státech provádět i velké komerční banky. V České republice může clearing ze zákona provádět pouze ČNB.

Mezi další operace mezi CB a ostatními obchodními bankami patří zejména *operace s cennými papíry*, kdy CB od bank nakupuje nebo jim naopak prodává státní pokladniční nebo vlastní poukázky.³¹

Banka státu

Černohorský uvádí čtyři základní činnosti CB v rámci této funkce³²:

CB *spravuje účty státního rozpočtu a provádí platební styk pro stát*. Konkrétně ČNB spravuje účty organizačním složkám státu, finančním a celním úřadům, úřadům práce, České správě sociálního zabezpečení, příspěvkovým organizacím a některým státním fondům.

CB vykonává pro vládu činnosti spojené s *pokladním plněním státního rozpočtu*. I při vyrovnaném nebo přebytkově koncipovaném státním rozpočtu může během rozpočtového období docházet ke krátkodobému časovému předstihu výdajů před příjmy. V takové situaci je schodek kryt emisí krátkodobých pokladničních poukázek na finančním trhu. V opačném případě, kdy je dočasný přebytek zdrojů státního rozpočtu (tzn. příjmy převyšují výdaje), je daný přebytek krátkodobě investován. Revenda v této souvislosti označuje ČNB jako fiskálního agenta vlády.³³

Další činností této funkce je *správa státního dluhu*, v rámci které se CB stará o státní dluh, provádí finanční operace pro vládu, kraje či jiné státní instituce. V souladu se zásadami nezávislosti nesmí CB poskytovat státu ani dalším subjektům financovaných z veřejných rozpočtů přímé úvěry nebo půjčky (tzv. *monetizace dluhu*). Pokud vláda nebo instituce veřejného sektoru potřebují finanční prostředky, řeší se to emisemi dluhopisů a jejich prodejem na kapitálovém trhu. Správou státního dluhu jsou však kvůli možným rozporům s měnovou politikou ve většině zemí pověřeny jiné instituce.

³¹ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví* (5. vyd.), s. 216

³² ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 78

³³ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví* (5. vyd.), s. 216

Publikace CB o finančních informacích jménem státu se týkají především informací o bankovním sektoru, platební bilanci, míře inflace, měnové politice apod.

Reprezentant státu v měnové oblasti

Poslední funkcí CB je zastupování státu a bankovní soustavy na domácí i zahraniční veřejnosti v oblasti týkající se měnové politiky. CB by měla být transparentní vůči veřejnosti a měla by neustále vysvětlovat své přístupy, přesvědčovat o jejich správnosti a nutnosti. Ve vztazích k zahraničí vystupuje CB jako reprezentant dané země. Členové nejvyššího vedení ČNB zastupují stát na zasedání mezinárodních měnových a finančních institucí, kam patří např. Mezinárodní měnový fond, skupina Světové banky a další. Zástupci CB řady zemí vzájemně úzce spolupracují v měnových otázkách, koordinují postupy v měnové politice apod.³⁴

Nejúčinnější formou reprezentace jsou vystoupení v médiích nebo na odborných konferencích (např. prohlášení guvernéra CB ohledně aktuálního vývoje devizového kurzu). Výhodou této formy reprezentace je především možnost reakce na aktuální dění finančních trhů. Druhou formou reprezentování jsou oficiální zprávy (např. Výroční zpráva, Zpráva o měnovém vývoji apod.), jejichž vypracování trvá určitý čas a v době jejich vydání už nereagují přímo na aktuální dění. Jsou ovšem i informace, které CB sdělovat veřejnosti nesmí (např. hodnocení jednotlivých bank a subjektů finančního trhu nebo chystané zásahy do vývoje měnové kurzu domácí měny).³⁵

³⁴ REVENDA, Zbyněk a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví* (5. vyd.), s. 218

³⁵ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 79 - 80

3.3 Měnová politika

Měnová neboli monetární politika patří spolu s fiskální, důchodovou a zahraničně obchodní politikou do celku zvaného jako hospodářská politika. Měnovou politiku lze definovat jako souhrn všech opatření, která provádí CB s cílem zajistit vnitřní i vnější stabilitu všeobecné cenové hladiny a kurzu domácí měny vůči měnám zahraničním.³⁶

Podle Rejnuše představuje měnová politika: „*regulaci nabídky peněz centrální bankou za účelem dosažení stanovených makroekonomických cílů. Těmi bývá především udržení stability tuzemské měny, zabezpečení vyrovnanosti platební bilance, dosažení plánovaného ekonomického růstu a udržení únosné míry zaměstnanosti.*“³⁷

Revenda uvádí: „*Za měnovou politiku v nejširším pojetí můžeme považovat vědomou činnost nějakého subjektu, který se prostřednictvím měnových nástrojů snaží regulovat množství peněz v oběhu a tím dosáhnout určitých cílů.*“³⁸

Jílek pohlíží na měnovou politiku takto: „*Měnová politika dnes spočívá pouze v tom, že centrální banka reguluje krátkodobé úrokové míry domácí měny, aby nakonec ovlivnila inflaci, HDP a nezaměstnanost.*“³⁹

Mezi nezbytné předpoklady k uskutečňování měnové politiky podle Brčáka a Sekerky patří⁴⁰:

- rozvinutý vnitřní tržní mechanismus a v rámci něj i peněžní oběh, trh peněz, úvěrový systém a trh kapitálu;
- existence centrální banky, která je nezávislá na státu a má jako jediná právo emitovat peníze.

³⁶ HŘEBÍK, František. *Obecná ekonomie* (3. vyd.), s. 206

³⁷ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy* (4. vyd.), s. 79

³⁸ REVENDA, Zbyněk. *Peníze a zlato*, s. 79

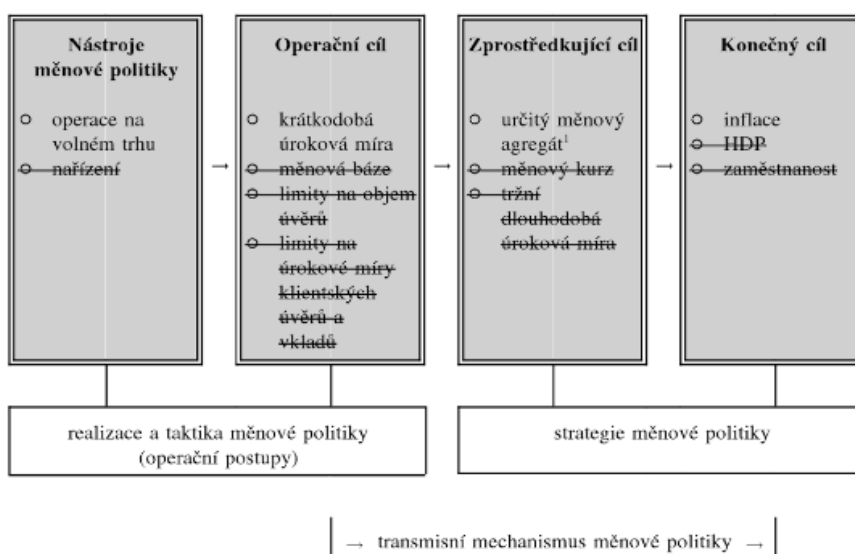
³⁹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, s. 15

⁴⁰ BRČÁK, Josef; SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*, s. 222

3.3.1 Cíle měnové politiky

Úkolem měnové politiky je regulace operačního cíle prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle a nakonec i konečného cíle. Operační cíl je jakousi taktikou měnové politiky a spolu s nástroji měnové politiky tvoří „šrouby“ měnové politiky. Zprostředkující a konečný cíl jsou nazývány strategií měnové politiky.⁴¹

Obrázek 2 Nástroje a cíle měnové politiky



¹ Nepoužívá se při cílení inflace

Škrtnuté nástroje a cíle se současně ve vyspělých ekonomikách nepoužívají

Zdroj: JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II.*, s. 17

Podstata měnové politiky spočívá v ovlivňování inflace (příp. jiných makroekonomických veličin). Měnověpolitické nástroje nepůsobí na konečný cíl přímo, ale prostřednictvím několika mezistupňů, což se označuje jako *transmisní mechanismus měnové politiky*. Změna nástroje měnové politiky působí na operační cíl, který dále působí na zprostředkující cíl a ten pak působí na konečný cíl měnové politiky. Hlavním nástrojem

⁴¹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, s. 16

měnové politiky jsou operace na volném trhu. Operačním cílem bývá nejčastěji krátkodobá úroková míra a zprostředkujícím cílem bývá často některý z měnových agregátů.⁴²

Prakticky lze transmissní mechanismus vysvětlit takto - CB sníží úrokové sazby, což vede ke snížení tržních úrokových sazeb. Tím se zvedne množství peněz v oběhu, čímž zároveň dojde ke zvýšení inflace.

3.3.2 Nástroje měnové politiky

Nástroje měnové politiky představují techniku, jak dodržet stanovené cíle měnové politiky. Nástroje lze rozdělit do dvou základních skupin.

Přímé (administrativní) nástroje

Přímé nástroje představují selektivní, adresné a administrativní zásahy CB. Jejich cílem je ovlivnit úvěrové možnosti komerčních bank a jejich likviditu. Využívání přímých nástrojů je ovšem méně časté než využívání nepřímých nástrojů.⁴³ Tato forma nástrojů bývá ve vyspělých státech uplatňována minimálně. Jedná se totiž o velmi účinná opatření s relativně rychlým účinkem. Mezi případy, kdy lze tyto nástroje použít patří např. období transformace, dlouhodobé recese apod.⁴⁴

Černohorský a Teplý uvádí tyto přímé nástroje⁴⁵:

Úvěrové kontingenty jsou nejtvrdějším nástrojem, který stanovuje maximální výše úvěrů. V případě stanovení maximálního limitu úvěru, který může čerpat obchodní banka od CB, se jedná o relativní úvěrový kontingent. Za absolutní úvěrový kontingent je považována maximální stanovená výše úvěru, který může poskytovat obchodní banka svým klientům.

⁴² ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 47

⁴³ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika*, s. 23

⁴⁴ HŘEBÍK, František. *Obecná ekonomie (3. vyd.)*, s. 207

⁴⁵ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy (4. vyd.)*, s. 89

Povinné vklady stanovují povinnosti otevřít běžný účet, ukládat vklady a provádět určité operace výhradně prostřednictvím CB.

Pravidla likvidity slouží k zajištění likvidity obchodních bank. Stanovují závaznou strukturu aktiv a pasiv obchodních bank a závazné vazby mezi nimi.

Doporučení, výzvy a dohody jsou považovány za účinný nástroj, který se opírá o strukturu bankovní soustavy a postavení CB v ní. Doporučení a výzvy jsou vyjádřením přání CB v nepísemné podobě. Výzva je oproti doporučení považována jako naléhavější a závažnější požadavek. Dohoda bývá uzavírána písemně a po jejím podpisu se stává právně závazná.

Nepřímé (tržní) nástroje

Nepřímé nástroje vytvářejí stejné podmínky pro jednotlivé komerční banky a jsou charakteristické svým celoplošným působením. Jejich cílem je regulace množství peněz v ekonomice.⁴⁶

Povinné minimální rezervy (PMR) představují povinně odváděné peněžní prostředky směrem od obchodních bank k CB, která je ve své účetní rozvaze vede jako pasiva. Úkolem CB je stanovení určitého procenta domácí i zahraniční měny, které komerční banky odvádí na své účty u CB a nemohou s nimi nijak nakládat.⁴⁷ Snížením míry PMR dochází ke zvýšení nabídky úvěrů u komerčních bank a naopak jejich zvýšení vede ke snížení nabídky úvěrů.⁴⁸

Mezi nejčastější nástroj CB patří **operace na volném trhu**, kterými lze regulovat množství peněz v ekonomice. Nejvíce používanou formou jsou *repo operace*. CB přijímá přebytečné peněžní prostředky od komerčních bank a jako zástavu jim dává cenné papíry. Zároveň se obě strany zavážou, že po uplynutí určité doby vrátí CB komerční bance zpět zapůjčené peníze, které budou navíc zvýšené o dohodnutý úrok. Pokud komerční banka akceptuje zúročené peníze, vrátí CB cenné papíry. Peněžní zásoba proto v tomto případě klesne pouze dočasně. Další z forem operací na volném trhu je *prodej, resp. nákup státních*

⁴⁶ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy* (4. vyd.), s. 82

⁴⁷ HŘEBÍK, František. *Obecná ekonomie* (3. vyd.), s. 209

⁴⁸ BRČÁK, Josef; SEKERKA, Bohuslav. *Makroekonomie*, s. 223

cenných papírů (např. dluhopisy, pokladniční poukázky) CB výměnou za hotovost, kterou dodá komerčním bankám se záměrem regulovat krátkodobou úrokovou sazbu.⁴⁹

Diskontní sazba je úroková sazba, kterou vyhláší CB a poskytuje za ni úvěry komerčním bankám. Prostřednictvím diskontní sazby se CB snaží ovlivňovat poptávku komerčních bank po úvěrech. Snížením diskontní sazby se očekává nárůst poptávky komerčních bank po úvěrech a naopak.⁵⁰

Konverze představují nákupy či prodeje zahraničních měn za tuzemskou měnu, čímž dochází k ovlivnění nabídky domácí měny. Obchody, při nichž CB nakupuje nebo prodává zahraniční měnu za domácí měnu s tím, že je zároveň dohodnut budoucí termín pro uskutečnění zpětné operace, se nazývají **swapy**.⁵¹

Dalšími nástroji jsou **reeskont směnek a lombardní úvěr**. Pokud komerční banky prodají (reeskontují) své směnky CB, zvýší to jejich likviditu a úvěrovou kapacitu. Za lombardní úvěr se považuje úvěr poskytnutý CB komerčním bankám proti zástavě cenných papírů.⁵²

Posledním nástrojem jsou **devizové intervence**. Těm bude věnována větší pozornost než předchozím nástrojům, neboť tvoří stěžejní teoretické zázemí pro danou práci.

CB využívá devizové intervence s cílem utlumení volatility na devizovém trhu nebo uvolnění (popř. zpřísnění) měnové politiky. Existují dva druhy devizových intervencí⁵³:

Přímé devizové intervence lze definovat jako nákup nebo prodej domácí měny za měnu zahraniční s cílem ovlivnit devizový kurz. V případě, že hrozí vybočení kurzu mimo flukтуаční pásmo, doplní CB chybějící devizovou nabídku nebo poptávku.⁵⁴

⁴⁹ HŘEBÍK, František. *Obecná ekonomie* (3. vyd.), s. 209

⁵⁰ REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*, s. 83

⁵¹ tamtéž, s. 84

⁵² tamtéž, s. 85

⁵³ MANDEL, Martin; DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*, s. 44

⁵⁴ REVENDA, Zbyněk, *Centrální bankovníctví* (3. vyd.), s. 239

Významnou vlastností přímých intervencí je jejich vliv na devizové rezervy CB. V případě ale, že CB nechce měnit množství svých deviz, lze využít tzv. *sterilizace*. Ta využívá, místo devizových rezerv, cenné papíry.⁵⁵

Přímé devizové intervence se podle Mandela dále dělí na intervence fakultativní a obligatorní. V případě *fakultativních intervencí* intervenuje CB jen příležitostně dle vlastního uvážení, vývoje měnově ekonomických ukazatelů nebo cílů monetární politiky. *Obligatorní intervence* jsou striktně vázané na povolené rozpětí pohybu kurzu nebo mohou být součástí mezivládních dohod.⁵⁶

Nepřímé devizové intervence nejsou využívány tak často jako přímé intervence a jsou především nástrojem fiskální politiky. Nepřímo ovlivnit cenu deviz lze pomocí úrokové, celní, daňové a dotační politiky. Patří sem např. změny úrokových sazeb, exportní či importní cla, exportní dotace a daně spojené se znevýhodněním exportu a importu.⁵⁷

Pokud CB zvýší úrokové sazby, povede to k přílivu zahraniční měny do země. Naopak snížení úrokové sazby povede k odlivu zahraniční měny. Dochází tak ke změnám vztahů mezi nabídkou a poptávkou zahraniční měny za měnu domácí a zároveň tím dochází i ke změně měnového kurzu.⁵⁸

Mejstřík v této souvislosti uvádí: „*Intervence nejsou prostým utrácením korun, ale jsou investicí a vedou k nárůstu devizových rezerv ČNB. Za nulových úrokových sazeb centrální banka při intervencích vydává české koruny bez jakýchkoli nákladů. Eura, která za koruny při intervencích nakupuje, investuje ČNB do kvalitních cenných papírů, zejména vládních dluhopisů zemí jako jsou Spojené státy, Německo, Švédsko, Kanada, Austrálie.*“⁵⁹

Úrokové sazby jsou hlavním měnověpolitickým nástrojem ČNB v režimu cílování inflace (tzn. snaha udržet inflaci na úrovni 2 %). Pokud úrokové sazby klesnou na hladinu technické nuly (0,05 %), ztrácí tento nástroj svou účinnost a je potřeba nalézt jiný nástroj.

⁵⁵ PTATSCHEKOVÁ, Jitka, DITTRICHOVÁ, Jaroslava. *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*, s. 24

⁵⁶ MANDEL, Martin; DURČÁKOVÁ, Jaroslava. *Mezinárodní finance a devizový trh*, s. 44

⁵⁷ ČERNOHORSKÝ, Jan; TEPLÝ, Petr. *Základy financí*, s. 181

⁵⁸ REVENDA, Zbyněk; a kol. *Peněžení ekonomie a bankovníctví (5. vyd.)*, s. 338

⁵⁹ MEJSTRÍK, Michal; a kol. *Bankovníctví v teorii a praxi*, s. 134

Některé státy eurozóny, Japonsko či Švýcarsko již využívají dokonce záporné sazby, nicméně nejsou využívány tak dlouho, aby bylo možné předvídat jejich dopady. ČR se proto rozhodla najít jiný způsob, který by umožnil další uvolnění měnové politiky. Způsobů, jak uvolnit měnovou politiku a předejít deflačním tlakům, je několik. Záleží na rozhodnutí CB, který nástroj vyhodnotí, v charakteristikách dané ekonomiky, jako nejlepší (tzn. nejefektivnější k dosažení stanoveného cíle).⁶⁰

Kromě úrokových sazeb se na uvolnění měnové politiky využívá tzv. *kvantitativní uvolňování*⁶¹, které využívá např. ECB. Obdobou kvantitativního uvolňování je *kvalitativní uvolňování*⁶². Může ovšem nastat i situace, kdy CB provádí oba dva tyto typy uvolňování zároveň. Takové uvolňování je nazýváno jako *úvěrové*⁶³.

Dalšími mimořádnými nástroji měnové politiky mohou být například verbální či skutečné devizové intervence. Podle bankovní rady ČNB jsou devizové intervence neúčinnějším nástrojem k uvolňování měnové politiky. Důležitou roli hraje také to, že česká ekonomika je malá, otevřená a má dlouhodobý přebytek bankovní likvidity.⁶⁴ Použití měnového kurzu jako nástroje na překonání deflace doporučoval už McCallum počátkem minulého desetiletí. Podle něj může CB v malé otevřené ekonomice za nulových úrokových sazeb využít znehodnocení domácí měny k dosažení stabilizace inflace. O rok později navrhl Svensson postup, který by měl překonat deflaci a nastartovat ekonomiku.

⁶⁰ ČNB. *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky* [online]. 2016c [cit. 2016-10-11]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

⁶¹ Jedná se o nákup cenných papírů CB od komerčních bank či jiných soukromých institucí. Dochází tak k nárůstu peněz v ekonomice a růstu cen nakupovaných aktiv, což stimuluje domácí ekonomiku a přispívá k potřebnému nárůstu cenové hladiny.

⁶² Jeho podstatou je změna struktury aktiv v rozvaze. CB prodá část finančních aktiv, za jejichž hodnotu posléze nakoupí finanční aktiva s nižší likviditou a vyšším rizikem. Finanční sektor má tak možnost převést více riziková a méně likvidnější aktiva na CB, a tím tak získat likvidnější a méně rizikové prostředky na pokrytí svých služeb. Tím se zlepší kapitálová přiměřenost komerčních bank, které pak mohou více investovat a poskytovat více úvěrů, což podporuje ekonomický růst

⁶³ Podmínkou pro efektivní fungování úvěrového uvolňování je dostatečně velký a likvidní (tzn. vyspělý) finanční trh. To ovšem není případ české ekonomiky, jelikož na českém trhu je momentálně nadbytek peněz a finanční trh se tak nedá považovat jako dostatečně vyspělý. Použití úvěrového uvolňování v ČR by tak mělo jen velmi omezený a nejistý efekt.

⁶⁴ ČNB. *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky* [online]. 2016c [cit. 2016-10-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

Tento postup spočívá ve znehodnocení domácí měny, nižších úrokových sazbách a ve vyšších inflačních očekáváních.⁶⁵

Devizové intervence nelze vnímat jednoznačně jako pozitivní či negativní jev. Oslabení kurzu by mělo především dát spotřebitelům jasně najevo, že se nevyplatí čekat na pokles cen. Předpokládá se, že pak začnou méně spořit a více utrácet.⁶⁶

Vydělat by na tom měli především tuzemští výrobci, kteří ke své výrobě nepotřebují nic dovážet, ale vystačí si s českými surovinami a většinu zboží exportují do zahraničí. Zboží českých exportérů se díky slabší koruně stane v zahraničí levnější a konkurenceschopnější. Lepší situace exportérů by se následně měla promítnout v české ekonomice a na trhu práce. Firmy budou méně propouštět a začnou najímat nové pracovníky. Domácím výrobcům se sníží konkurence ze zahraničí, neboť zahraniční dovoz bude dražší. Spotřebitelé budou více nakupovat, firmy více investovat a to dá příležitost dalším firmám. Ve finále to povede k nižší míře nezaměstnanosti, zrychlí se růst mezd a vzniknou nová pracovní místa. Výhodu získají také dlužníci, kteří mají půjčku s pevným úrokem. Co se týče státu, tomu díky nižší nezaměstnanosti klesnou mandatorní výdaje a naopak vzrostou daňové příjmy. Za obecný přínos pro vývozce i dovozce se dá považovat malý rozsah volatility kurzu. V takové situaci lze totiž přesně dopředu stanovit, kolik korun dostaneme za euro a opačně.⁶⁷

Běžnému spotřebiteli se především zdraží zahraniční zboží a znehodnotí úspory. Při své koupí se bude muset rozhodnout, zda si koupí dražší výrobek ze zahraničí nebo levnější substitut z domácí produkce. Zdraží se zejména ceny potravin, spotřebního zboží, elektroniky, energií a pohonných hmot. Dražší pohonné hmoty zároveň zvýší náklady firem na dopravu, což může následně vést i k vyšším cenám jiného zboží. Firmám,

⁶⁵ TOMŠÍK, Vladimír; VLČEK, Jan. ČNB. *Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace* [online]. 17. 3. 2015 [cit. 2016-10-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozho_vory/media_2015/cl_15_150317_tomsik_bankovnictvi.html

⁶⁶ ČNB. *Důvody a přínosy oslabení koruny* [online]. 2016 [cit. 2016-10-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

⁶⁷ ČÁPOVÁ, Hana. Respekt. *Partie guvernéra Singera. Co přinese České republice snaha centrální banky o oživení ekonomiky* [online]. 17. 11. 2013 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <https://www.respekt.cz/tydenik/2013/47/partie-guvernera-singera?issueId=42243>

které nakupují v zahraničí různé součástky, suroviny, polotovary, zařízení nebo technologie se zvednou také výrobní náklady a budou nuceny zdražovat.⁶⁸

⁶⁸ ČÁPOVÁ, Hana. Respekt. *Partie guvernéra Singera. Co přinese České republice snaha centrální banky o oživení ekonomiky* [online]. 17. 11. 2013 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <https://www.respekt.cz/tydenik/2013/47/partie-guvernera-singera?issueId=42243>

4 Praktická část

Praktická část je členěna do několika kapitol. V první kapitole je reflektován postup ČNB při zavádění devizových intervencí a analyzován vývoj české ekonomiky před intervencemi. Součástí druhé kapitoly je analýza dopadů intervencí na tuzemskou ekonomiku. Ve třetí kapitole, je následně provedena makroekonomická komparace České republiky s dalšími evropskými státy.

4.1 Stav české ekonomiky před realizací devizových intervencí

Setrvale narůstající dezinflační tlaky a prognózy ČNB z roku 2013 předpovídaly snížení inflace v roce 2014 až na nulu. Při nečinnosti měnové politiky by mohlo dojít k deflaci⁶⁹ s velmi nepříznivými účinky pro ekonomický rozvoj. ČNB tak byla nucena k devizovým intervencím skutečně přistoupit. Dne 7. listopadu 2013 přijala ČNB kurzový závazek a zavázala se, že v případě potřeby bude intervenovat na devizovém trhu k oslabení koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“. Kurzový závazek je označován jako jednostranný, jelikož na úrovních slabších než 27 CZK/EUR ČNB neintervenuje a nechává kurz koruny volně kolísat podle vývoje devizové nabídky a poptávky. Vzhledem k tomu, že ČNB českou měnu sama vydává, a to jak v papírové, tak i v elektronické podobě, může intervenovat v neomezeném množství. Intervence nevyžadují zvláštní souhlas bankovní rady a mohou tak probíhat v případě potřeby automaticky.⁷⁰

Hlavní cíle na zavedení kurzového závazku podle Singera jsou následující. Primárním cílem devizových intervencí bylo odvrátit riziko hrozící deflace a navrátit

⁶⁹ Deflace je vyjádřena jako procentní snížení cen v daném hospodářství v daném měsíci proti stejnému měsíci předchozího roku. Zjednodušeně řečeno, deflace tedy znamená setrvalý pokles cenové hladiny (inflace) nebo zvyšování kupní síly peněz. Deflace bývá běžně doprovázena recesí a negativně působí zejména na ekonomický vývoj a zaměstnanost. Domácnosti očekávají další pokles cen, odkládají své nákupy na pozdější dobu a peníze si spoří. To způsobuje posun poptávky v čase. Pokud není poptávka, není nutné tolik vyrábět a podniky jsou nuceny snižovat své náklady. Dochází tak k propouštění lidí a ke snižování mezd. Další negativní vliv má deflace na úrokové sazby. Se zvyšující se deflací rostou i úrokové sazby, které reálně zvyšují dluhy jak podnikům, tak i domácnostem. Všechny tyto faktory na sebe vzájemně působí a postupně posouvají deflaci dál a dál, až přivedou ekonomiku do deflační spirály, ze které není snadné se dostat.

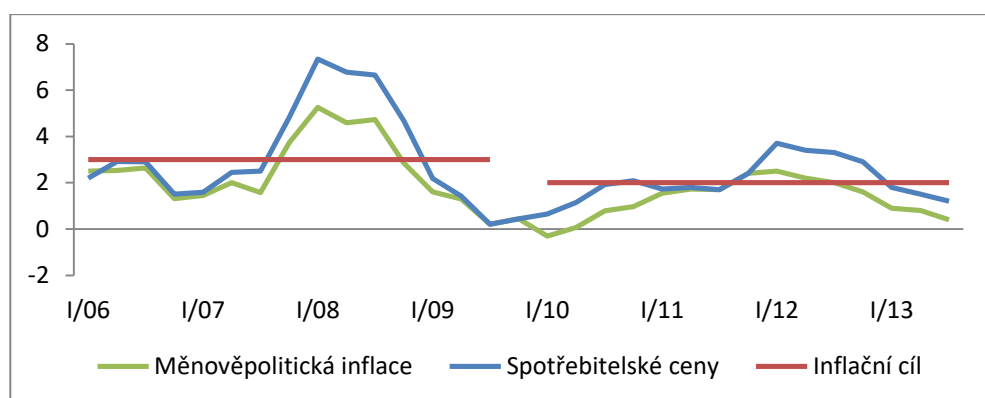
⁷⁰ KULHAVÁ, Kamila. ČNB pro všechny. *Měnová politika při nulových úrokových sazbách* [online]. 2016c [cit. 2016-10-9]. Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_15.html

cenovou stabilitu. Dalším cílem bylo uvést českou ekonomiku do takového stavu, ve kterém může ČNB opustit hladinu nulových úrokových sazeb a vrátit se tak k využívání základního měnověpolitického nástroje. Zároveň se ČNB snažila, pomocí devizových intervencí, rychleji oživit ekonomiku.⁷¹

Inflace

Jak již bylo řečeno, hlavním cílem devizových intervencí bylo zabránění vzniku deflace. Na grafu 1 můžeme vidět vývoj spotřebitelských cen v letech 2006 – 2013.

Graf 1 Vývoj inflace v letech 2006 - 2013 (meziročně v %)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Od ledna roku 2006 do prosince roku 2009 stanovila ČNB inflační cíl ve výši 3 % (s tolerančním pásmem ± 1 %). Z grafu 1 je patrné, že v prvních dvou letech se celková inflace, až na menší výkyvy, svého cíle držela. Na začátek světové krize a prudký nárůst cen zahraničních surovin zareagovala inflace v roce 2008 výrazným převýšením své horní hranice. Důležitou roli v tomto prudkém zvýšení také hrálo zvýšení DPH. V důsledku světové krize a oslabení ekonomické aktivity ČR došlo v roce 2009 k výraznému poklesu inflace. V té době se inflace nacházela hluboko pod spodní hranicí tolerančního pásma. V lednu roku 2010 vyhlásila ČNB nový inflační cíl ve výši 2 % (s tolerančním pásmem ± 1 %). Ten byl po dva roky od jeho vyhlášení dodržován. V roce 2012 kolísala

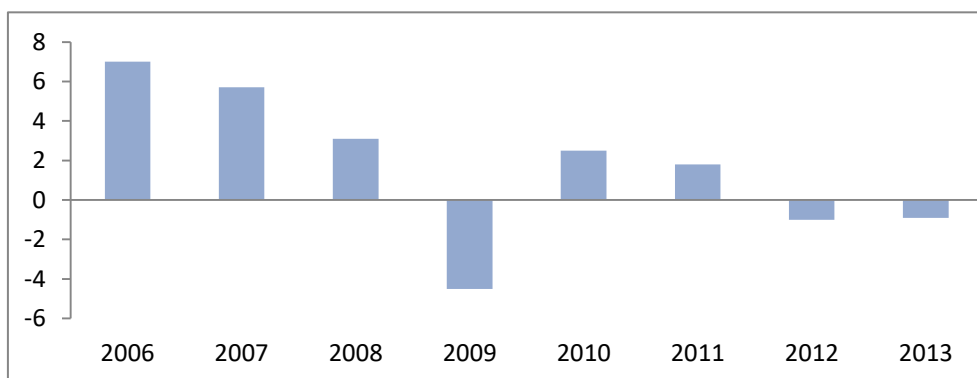
⁷¹ SINGER, Miroslav. *Česká ekonomika na cestě k oživení a měnová politika ČNB (2014)*, s. 11

inflace především vlivem daňových změn lehce nad horní hranicí oscilačního pásma. V roce 2013 se inflace pohybovala mírně pod 2 % cílem. Co se týče měnověpolitické inflace, což je inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, ta vykazuje méně kolísavé hodnoty. Během 1. čtvrtletí 2010 se dokonce pohybovala v záporných hodnotách. Od té doby se postupně začala vracet do tolerančního pásma. K dalšímu vychýlení od inflačního cíle došlo v roce 2013, kdy se měnověpolitická inflace pohybovala kolem nuly.⁷²

Hrubý domácí produkt

Jak se promítla světová finanční krize do české ekonomiky a jaké HDP vykazovala ČR před zavedením devizových intervencí, můžeme vidět na grafu 2.

Graf 2 Tempo růstu reálného HDP v letech 2006 - 2013 (meziročně v %)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Následkem světové finanční a ekonomické krize se růst české ekonomiky v roce 2008 prudce zpomalil. V posledním čtvrtletí roku 2008 se česká ekonomika dostala do recese, která pokračovala i v roce 2009. Recese byla vyvolána především výrazným poklesem zahraniční poptávky, který byl spojený s propadem českých vývozců a silným poklesem průmyslové produkce. V roce 2009 se české hospodářství propadlo o více jak 4 %. V roce 2010 a 2011 došlo k mírnému oživení ekonomiky a meziroční údaje se tak

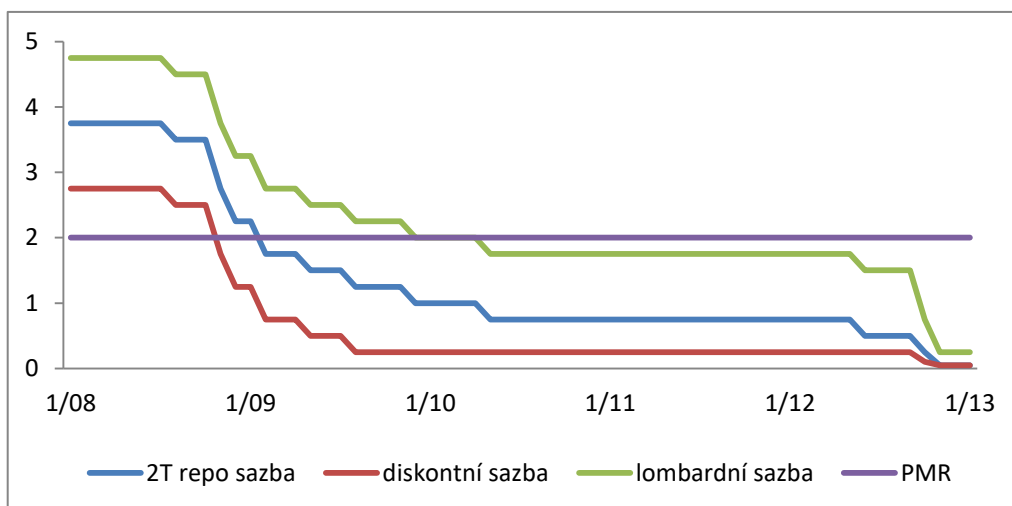
⁷² ČNB. *Komentáře ČNB ke zveřejněným statistickým údajům v inflaci a HDP* [online]. 2016c [cit. 2016-10-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/stanoviska/

dostaly zpět do kladných hodnot. Od roku 2012 začala česká ekonomika opět upadat a přišla další vlna recese. Světová krize se v české ekonomice projevila poklesem příjmů, spotřeby domácností, zisků a investic firem a nárůstem nezaměstnanosti.⁷³

Úrokové sazby

Na grafu 3 můžeme vidět, jak ČNB reagovala na nepříznivou ekonomickou situaci pomocí svého hlavního měnověpolitického nástroje, tj. snížením úrokových sazeb.

Graf 3 Vývoj základních úrokových sazeb ČNB (v %)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

K prvnímu snížení úrokových sazeb došlo už v roce 2008. Z důvodu stále hrozící deflace a nutnosti dalšího uvolnění měnových podmínek úrokové sazby stále postupně snižovala. Na podzim roku 2012 klesla hladina úrokových sazeb až na technickou nulu (v případě 2T repo sazby a diskontní sazby na 0,05 %, v případě lombardní sazby na 0,25 %). Zároveň ČNB avizovala, že jako další měnověpolitický nástroj je připravena použít měnový kurz. Od března 2013 byl využíván tzv. *forward guidance* – úrokové sazby budou drženy na úrovních technické nuly do té doby, než dojde k výraznému nárůstu

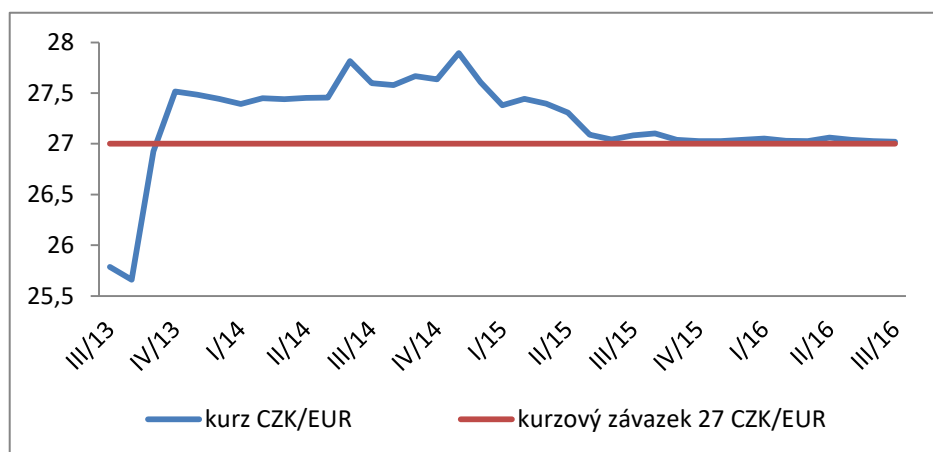
⁷³ ČNB. *Komentáře ČNB ke zveřejněným statistickým údajům v inflaci a HDP* [online]. 2016c [cit. 2016-10-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/stanoviska/

inflačních tlaků. V průběhu roku 2013 zároveň prováděla ČNB slovní intervence zaměřené na oslabení koruny. Tyto intervence sice vedly ke krátkodobé stabilizaci kurzu koruny, nicméně účinnost verbálních intervencí postupně klesala a bylo tak nutné podniknout další kroky.⁷⁴

Kurz CZK/EUR

Na grafu 4 můžeme vidět, jak se vyvíjel kurz koruny a eura těsně před zavedením devizových intervencí a jak po nich.

Graf 4 Vývoj kurzu CZK/EUR v letech 2013 - 2016 (v CZK/EUR)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Mezi 3. a 4. čtvrtletím roku 2013 došlo k výraznému nárůstu kurzu, jehož příčinou je právě zavedený kurzový závazek. Na konci roku 2013 oslabila koruna vůči euru oproti předchozí úrovni o 7 %. Od té doby se pak kurz skutečně držel na minimální hranici 27 CZK/EUR. Největší hodnoty dosáhl kurz v lednu roku 2015, kdy se s hodnotou 27,9 CZK/EUR téměř přiblížil k hladině 28 CZK/EUR. Od července roku 2015 se kurz pohybuje v blízkosti kurzového závazku. Poslední hodnota 27,02 CZK/EUR,

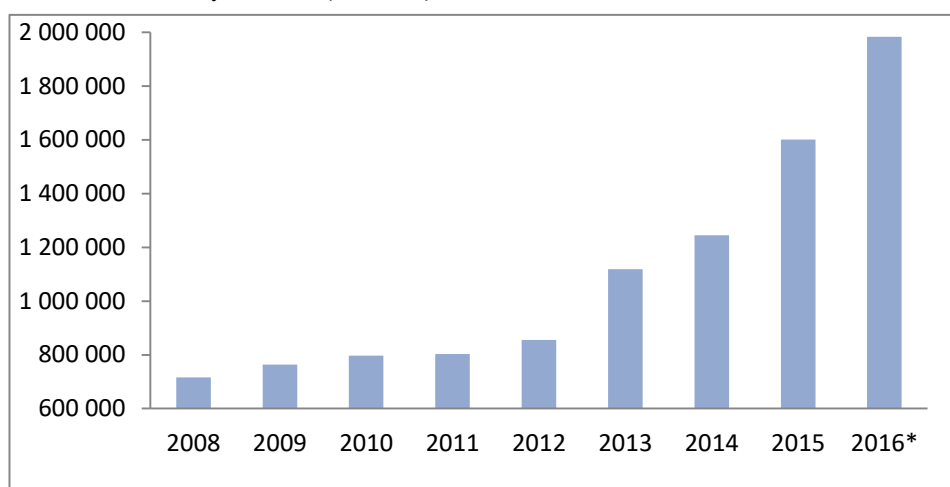
⁷⁴ SINGER, Miroslav. *Měnová politika ČNB a vývoj české ekonomiky (2015)*

naměřená v září roku 2016, je zároveň i nejsilnější hodnotou koruny od zavedení kurzového závazku.

Stav devizových rezerv

Zavedení devizových intervencí mělo samozřejmě vliv na stav devizových rezerv ČNB. Podle grafu 5 můžeme říci, že stav devizových rezerv roste exponenciálně.

Graf 5 Stav devizových rezerv (v mil. Kč)



* předběžný údaj

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

K největšímu nárůstu došlo těsně po zavedení devizových intervencí. V listopadu 2013 totiž ČNB nakoupila eura za zhruba 200 mld. Kč. Devizové rezervy se tak zvedly z 855 251 mil. Kč na 1 118 380 mil. Kč, tedy o více jak 30 % oproti roku 2012. K dalšímu výraznému posunu došlo v roce 2015, kdy musela ČNB opět intervenovat a stav devizových rezerv se vyšplhal až na 1 600 926 mil. Kč. I v roce 2016 provedla ČNB několik intervencí a stav devizových rezerv tak posunula až k hranici 2 000 000 mil. Kč.

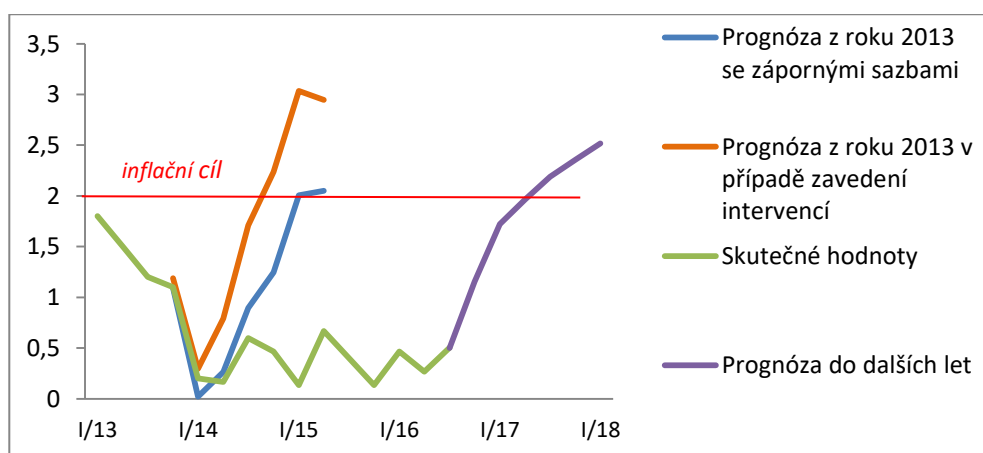
4.2 Dopady kurzového závazku na tuzemskou ekonomiku

Tato část vlastní práce obsahuje stěžejní podklady pro dosažení hlavního cíle práce, kterým je zhodnocení vlivu kurzové politiky na tuzemskou ekonomiku. V rámci jednotlivých kapitol bude rozebrán vývoj významných makroekonomických ukazatelů, tj. inflace, HDP a nezaměstnanost. Cílem je především zjistit, jakou měrou se devizové intervence podílely na vývoji těchto makroekonomických ukazatelů, aby bylo následně možné objektivně zhodnotit dopady kurzového závazku.

Inflace

Na grafu 6 můžeme vidět, jakou míru inflace ČNB predikovala v případě zavedení záporných sazeb a jakou v případě zavedení devizových intervencí. Dále zde můžeme vidět, jak ceny kolísaly skutečně a jaký vývoj inflace predikuje ČNB do budoucna.

Graf 6 Vývoj míry inflace v letech 2013 - 2018 (meziročně v %)

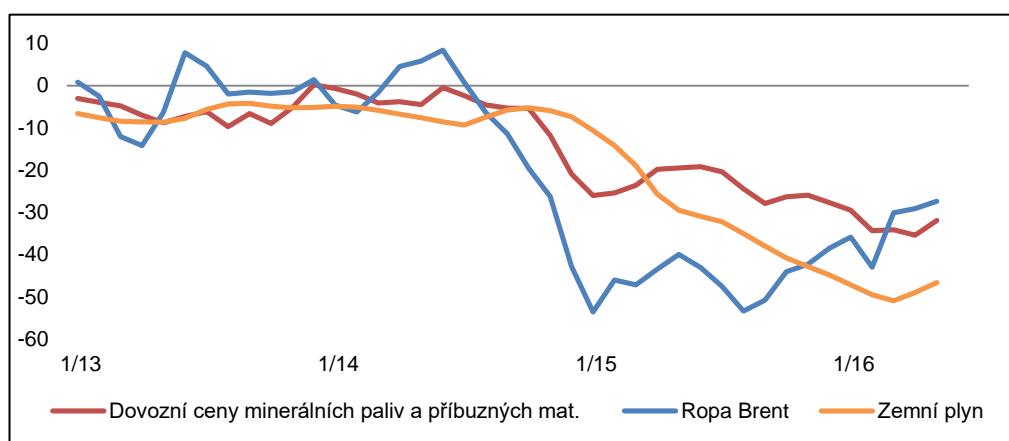


Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

ČNB očekávala, že po listopadové intervenci se inflace krátce zastaví na stejné úrovni, na počátku roku 2014 se propadne na úroveň 0,3 % a od 2. čtvrtletí 2014 bude vzrůstat tak rychle, že do konce téhož roku převýší hodnotu inflačního cíle 2 %. Předpokládalo se totiž, že oslabený kurz koruny zvýší dovozní ceny, které pak následně zvýší celkovou inflaci. Skutečný vývoj inflace byl však odlišný.

Na konci roku 2013 se sice inflace udržela zhruba na stejné úrovni, jako před intervencí, pak se však propadla až na úroveň 0,2 %, kde setrvala celé první pololetí roku 2014. Průměrná míra inflace činila v roce 2014 pouhé 0,4 %. Zatímco uvolnění měnové politiky a oživení domácí poptávky přispívalo k růstu inflace, nabídkové vlivy ze zahraničí výrazně působily protiinflačním směrem.

Graf 7 Dovožní ceny pohonných hmot v letech 2013 - 2016 (meziročně v %)

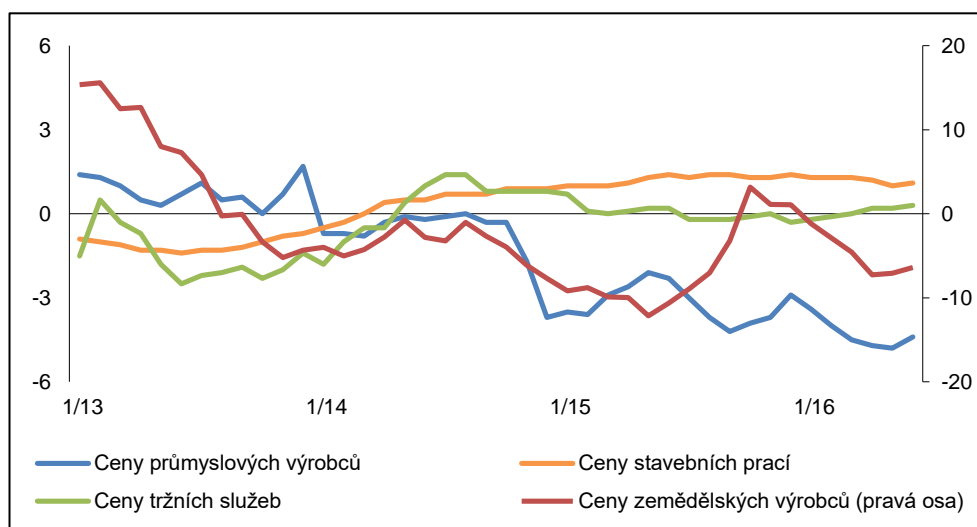


Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Jedním z vysvětlení, proč v roce 2014 nedošlo k růstu inflace, jak ČNB předpokládala, je proniknutí dezinflace na český trh ze zahraničí. Většina evropských zemí, stejně jako ČR, řešila v důsledku světové krize nízkou inflaci. Některé evropské státy se dokonce propadly do deflace. A jelikož ČR s evropskými státy obchoduje, pronikla k nám dezinflace skrze dovozní ceny. Dalším významným faktorem, který ovlivnil inflaci, byl propad cen pohonných hmot, zejména tedy ropy a zemního plynu. Během druhého pololetí roku 2014 klesla cena ropy o více jak 50 %. Zatímco se cena ropy Brent v roce 2013 pohybovala kolem 110 USD/barel, na konci roku 2014 ji bylo možné poříditi už jen za 50 USD/barel. U zemního plynu sice došlo k poklesu cen až později, ale i u toho se cena propadla téměř o polovinu. Jelikož jsou tyto energetické suroviny součástí výrobního řetězce podniků, pokles jejich cen se časem projeví ve spotřebitelských cenách. Za nízkou inflací dále stála dobrá úroda zemědělských plodin, která zpomalila růst cen potravin, zejména pak obilovin, ovoce, zeleniny a průmyslových plodin.⁷⁵

⁷⁵ DUBSKÁ, Drahomíra; a kol. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014*, s. 14 - 15

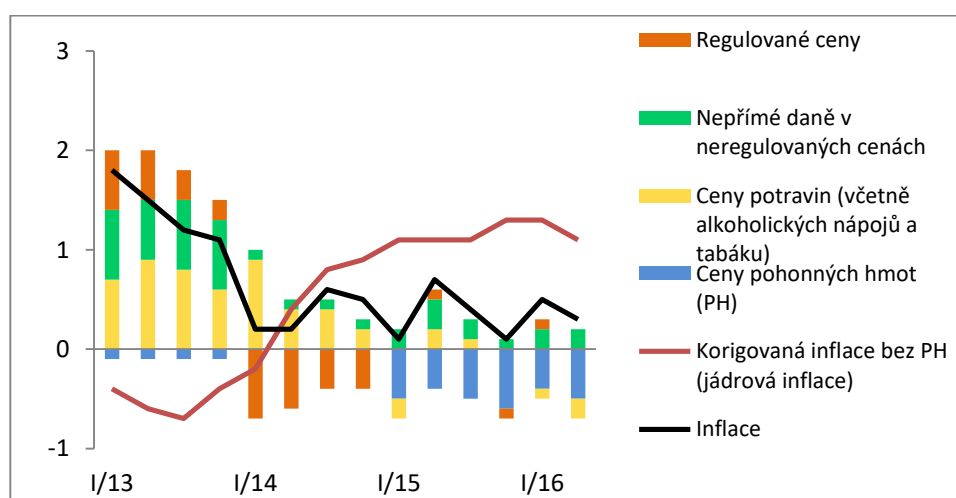
Graf 8 Ceny výrobců v letech 2013 - 2016 (meziročně v %)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Díky slabší koruně byl po celý rok 2014 dovážen ze zahraničí do ČR meziroční cenový růst. Ceny importu vzrostly během roku o 1,9 %. Výjimkou byl pouze prosinec, kdy ceny importu naopak o 1,9 % klesly. Devizové intervence pozitivně podpořily i ceny exportu, které během roku vzrostly o 3,5 %. Tento příznivý vývoj cen ZO, zlepšil směnné relace (o 1,6 %) a zároveň tak i výkonnost české ekonomiky.

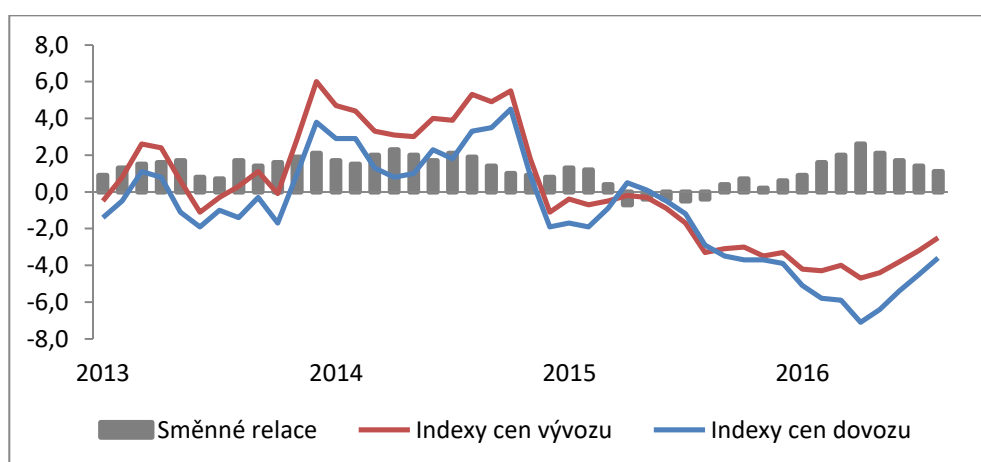
Graf 9 Struktura inflace v letech 2013 - 2016 (meziročně v %)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

V roce 2015 činila průměrná roční míra inflace pouhá 0,3 %. Po 2. čtvrtletí stouply spotřebitelské ceny o 0,7 % a vývoj inflace tak vypadal slibně. Na konci roku se však míra inflace propadla až na úroveň 0,1 %. Od deflace zachránily českou ekonomiku především ceny tabáku, které stouply v důsledku zvýšení spotřebních daní. Díky dotacím z EU se cenového růstu dočkalo také stavebnictví.⁷⁶ Na poklesu míry inflace se opět podílely nízké ceny ropy a snižující se ceny zpracovatelského průmyslu, které měly negativní vliv i na pokles cen importu. Dovoz zboží v roce 2015 tak zlevnil o 1,9 %. Menší vliv má potom obchod s ropou na ceny exportu. Ty v roce 2015 klesly o 1,7 %. Směnné relace ZO se podstatně zmenšily, stále však zůstaly kladné (0,2 %).

Graf 10 Ceny vývozu a dovozu v letech 2013 - 2016 (meziročně v %, stejné období předchozího roku = 100)



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Ve 3. čtvrtletí roku 2016 se míra inflace odlepila ode dna a vyšplhala se na hladinu 0,5 %. Většimu růstu spotřebitelských cen však stále brání nízké ceny ropy a pokles cen zemědělských výrobců. Ceny exportu zatím stále klesají i v tomto roce. Po prvním pololetí klesly ceny vývozu o 4,2 %. Ceny importu se aktuálně propadly dokonce o 6 %.

Podle nové prognózy ČNB ze srpna 2016 by měla inflace dále růst a ve 2. čtvrtletí roku 2017 by měla konečně dosáhnout 2 % cíle. Jak by se inflace vyvíjela, pokud by ČNB v roce 2013 devizové intervence nezavedla, zůstává otázkou. Dalším scénářem bylo

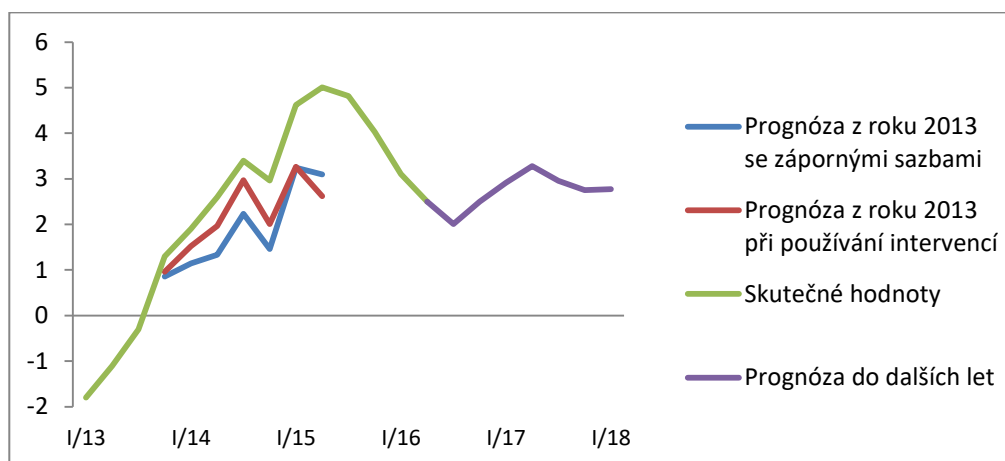
⁷⁶ KAMENICKÝ, Jiří; a kol. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2015*, s. 14 - 15

snížení 2T repo sazeb na hladinu -0,9 %, podle kterého by se počátkem roku 2014 propadla inflace až na nulovou úroveň. Třetím scénářem pak byla úplná pasivita měnové politiky, která by inflaci přivedla na dvě až tři čtvrtletí do záporných hodnot. ČNB je přesvědčena, že oslabení koruny prostřednictvím devizového kurzu bylo dobrým řešením a odvrátilo to hrozbu pádu české ekonomiky do deflace.⁷⁷

Hrubý domácí produkt

Na grafu 11 můžeme opět vidět, jaké hodnoty HDP ČNB předpokládala v případě zavedení záporných sazeb, jaké v případě zavedení intervencí, jaké byly skutečně naměřené hodnoty HDP a jaký ekonomický vývoj ČNB predikuje do budoucna.

Graf 11 Vývoj HDP v letech 2013 - 2018 (meziročně v %)

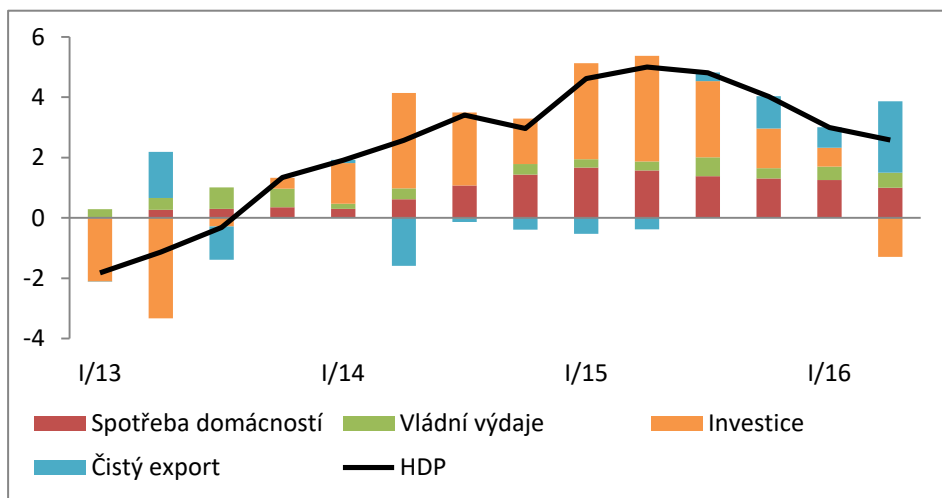


Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Po tom, co v roce 2012 upadla česká ekonomika do recese, začala se od 2. čtvrtletí roku 2013 znovu oživovat. Vzrůstala dokonce daleko rychleji, než předpokládala ČNB.

⁷⁷ ČNB. *Důvody a přínosy oslabení koruny* [online]. 2016c [cit. 2016-10-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

Graf 12 Struktura HDP v letech 2013 - 2016 (meziročně v %, p. b.)

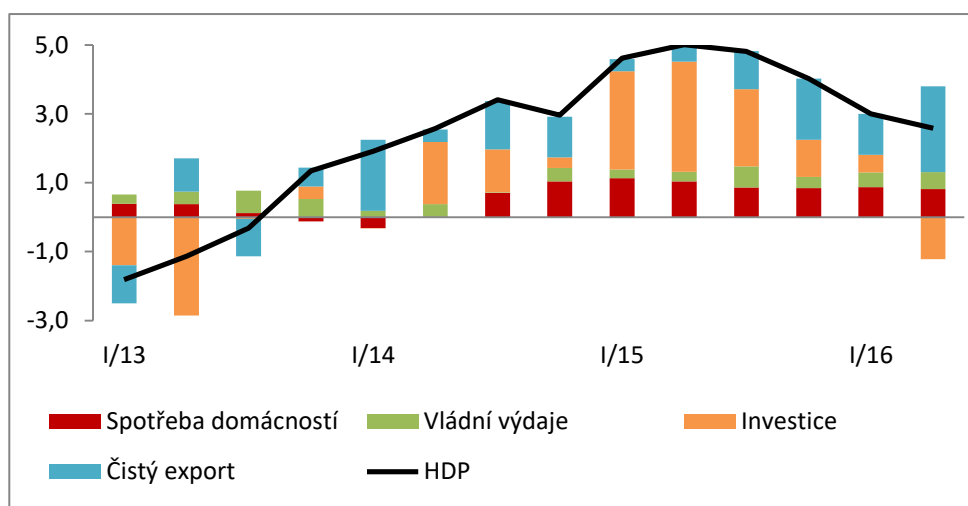


Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Oživování české ekonomiky pokračovalo i v roce 2014, i když už mírnějším tempem, než předchozí rok. Růstu HDP v roce 2014 nejvíce pomohly investice (+2,1 p. b.), které se po dvou letech dostaly ze záporných hodnot. Podle věcného členění se v tomto roce nejvíce investovalo do ICT, strojů, zařízení, budov a staveb. Zároveň byl v této době pozorován silný růst vládních investic financovaných z fondů EU. Dále k růstu HDP v tomto roce hodně přispěla i spotřeba domácností (+0,9 p. b.), kterou poháněl růst zaměstnanosti a mezd. Navíc se potvrdil předpoklad, že lidé přestali odkládat své nákupy a méně spoří. Zároveň tento rok významně vzrostly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby. Pozadu nebyly ani vládní výdaje, které přispěly k růstu HDP 0,3 p. b. Jediný, kdo brzdil HDP ve vývoji, byl čistý export. Ačkoliv byl český export poháněn rostoucí zahraniční poptávkou a uvolněnými měnovými podmínkami, tempo růstu importu bylo větší. Saldo ZO tak skončilo v záporných hodnotách (-0,5 p. b.). Celkové složení poptávkových příspěvků HDP ovšem mění svou strukturu, pokud se z celkového importu do ČR vyřadí import pro konečné užití. Ten totiž nemá s růstem české ekonomiky nic společného, neboť zde není nijak upravován nebo zpracován, ale jde přímo ke konečnému spotřebiteli. Po takto očištěném ZO se stal největším tahounem ekonomického růstu právě čistý export (1,3 p. b.). Vliv investic klesl na 0,8 p. b., a spotřeba domácností na 0,4 p. b. Z hlediska nabídkové strany, přispěl k růstu české ekonomiky v roce 2014 nejvíce zpracovatelský průmysl (+1,5 p. b.), který těží z rostoucí zahraniční i tuzemské poptávky.

Dobře se v tomto roce dařilo také službám, které k růstu ekonomiky přispěly 1,4 p. b. Jediným odvětvím, které v tomto roce českou ekonomiku na straně nabídky brzdilo, byl ostatní průmysl, kam patří těžba, dobývání a energetika (-0,1 p. b.).⁷⁸

Graf 13 Struktura HDP po vyloučení dovozu pro konečné užití (meziročně v %, p. b.)



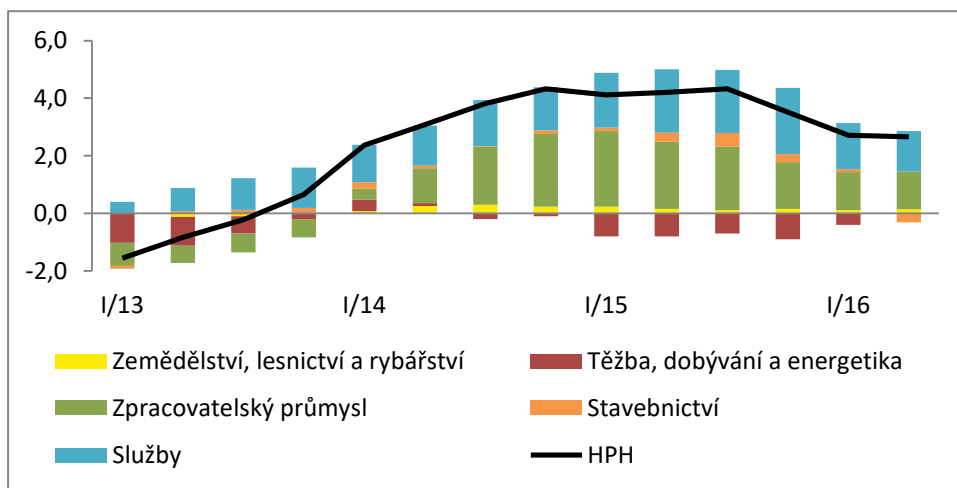
Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

I v roce 2015 se české ekonomice dařilo. Ačkoliv se ve druhém pololetí začala dynamika růstu HDP zpomalovat, během roku vzrostla výkonnost české ekonomiky o více jak 4 %. Velký vliv na ekonomiku měl pokračující pokles cen ropy a odčerpávání finančních prostředků z fondů EU na konci programového období 2007 – 2013. Kladně růst HDP na straně poptávky ovlivnily opět investice (+2,6 p. b.), spotřeba domácností (+1,5 p. b.) a vládní výdaje (+0,4 p. b.). Co se týče zahraničního obchodu, od druhého pololetí začalo být tempo růstu exportu silnější než tempo růstu importu. Nakonec tak skončil čistý export v kladných hodnotách (+0,1 p. b.) a přestal českou ekonomiku brzdit. Po očištění ZO se složení některých složek HDP opět změnilo. Investice se podílely na růstu HDP 2,3 p. b., spotřeba domácností a čistý export 1 p. b. Ze strany nabídky podpořil růst ekonomiky opět nejvíce zpracovatelský průmysl (+2,2 p. b.) a sektor služeb

⁷⁸ DUBSKÁ, Drahomíra; a kol. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014*, s. 5 - 7

(+2,2 p. b.). Na druhou stranu těžba, dobývání a energetika růst ekonomiky stále brzdí. (-0,8 p. b.).⁷⁹

Graf 14 Příspěvky odvětví k růstu HPH v letech 2013 - 2016 (meziročně v %, p. b.)



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Ačkoliv tempo ekonomického vývoje ČR meziročně zpomaluje, česká ekonomika pokračuje v růstu i v roce 2016. Podle údajů z 2. čtvrtletí k růstu HDP zatím nejvíce přispívá čistý export (+1,6 p. b.). Dále pak spotřeba domácností (+1,2 p. b.) a vládní výdaje (+0,5 p. b.). Jediný, kdo ekonomiku aktuálně zpomaluje, jsou investice (-0,4 p. b.). Z hlediska strany nabídky se na meziročním růstu ekonomiky zatím nejvíce podílejí opět služby (+1,5 p. b.) a zpracovatelský průmysl (+1,3 p. b.).

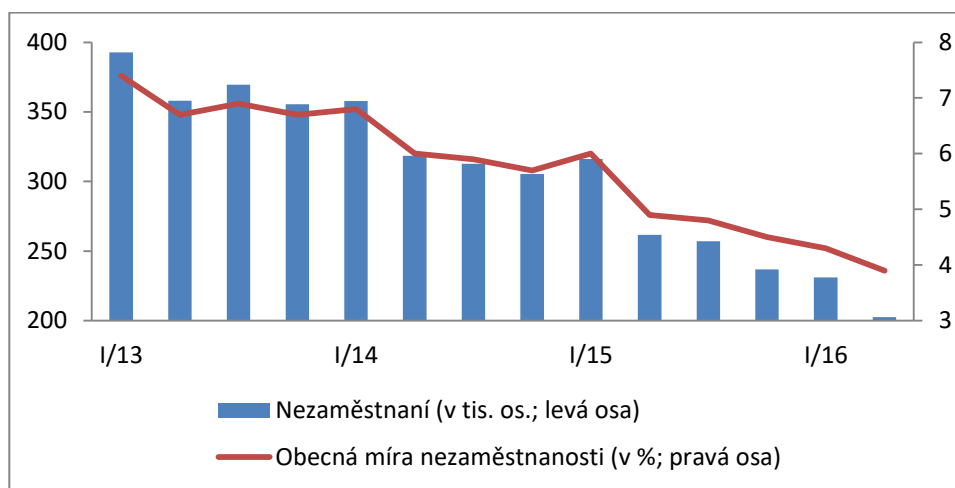
Podle posledních prognóz ČNB do dalších let by neměl hrozit propad české ekonomiky zpět do recese, naopak se tempo růstu HDP posune na 3 % a česká ekonomika tak poroste zhruba v souladu se svým potenciálem.

⁷⁹ KAMENICKÝ, Jiří; a kol. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2015*, s. 5 - 7

Nezaměstnanost

Deflace působí negativně nejen na HDP, ale i na zaměstnanost. Proto ČNB předpokládala, že v případě propuknutí deflace by se situace na trhu práce zhoršila. V očekávání poklesu cen odkládají ekonomické subjekty své nákupy na pozdější dobu, čímž se v čase odsouvá poptávka. V případě absence poptávky není třeba tolik vyrábět, podniky propouštějí a snižují svým zaměstnancům mzdy. Zejména tedy hrozilo zvýšení nezaměstnanosti a pokles mezd.⁸⁰ Obnovení růstu ekonomiky, které nastalo v roce 2013, však tyto hrozby na pracovním trhu odvrátilo. V důsledku oživení české ekonomiky klesla míra nezaměstnanosti a počet nezaměstnaných. Míra zaměstnanosti, počet zaměstnaných, počet nových pracovních míst i mzdy naopak vzrostly.

Graf 15 Vývoj nezaměstnanosti v letech 2013 - 2016 (v %, tis. os.)



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

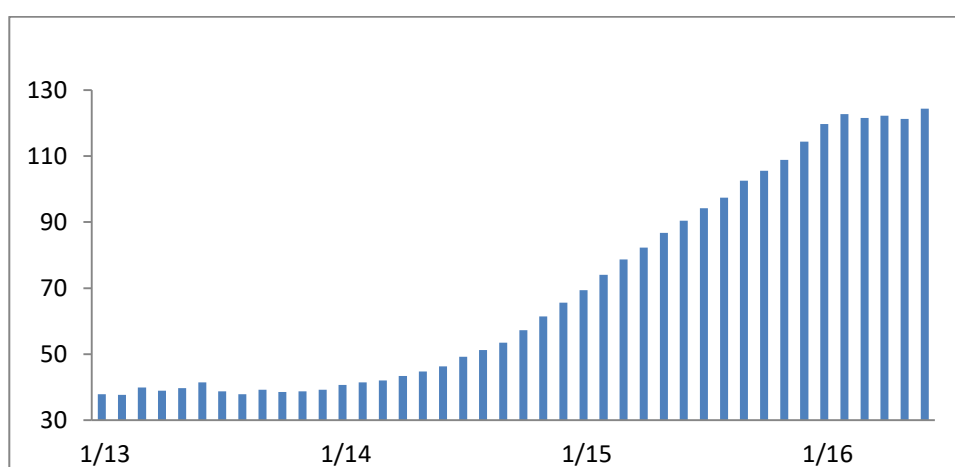
V roce 2013 se míra nezaměstnanosti pohybovala kolem 7 %. Už v tomto roce se nezaměstnanost pomalu snižovala, což ve 4. čtvrtletí ještě podpořilo uvolnění měnové politiky a nezaměstnanost tak mohla klesat rychleji. V roce 2015 se snížila míra nezaměstnanosti na 6 % a v dalším roce pak na 5 %. Aktuálně se obecná míra

⁸⁰ ČNB. *Důvody a přínosy oslabení koruny* [online]. 2016c [cit. 2016-10-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

nezaměstnanosti pohybuje na úrovni 4 %, což je úroveň, kterou česká ekonomika vykazovala naposledy v roce 2008, než ji pak další rok postihla světová finanční krize.

Na začátku roku 2013 evidovaly ÚP 393 tis. nezaměstnaných osob. V roce 2014 jich bylo téměř o 90 tis. méně a na konci roku 2015 o dalších 78 tis. méně. Aktuálně se počet nezaměstnaných osob pohybuje na hranici 200 tis. osob. Během sledovaných 2,5 let tak klesl počet nezaměstnaných téměř o polovinu.

Graf 16 Počet volných pracovních míst v letech 2013 - 2016

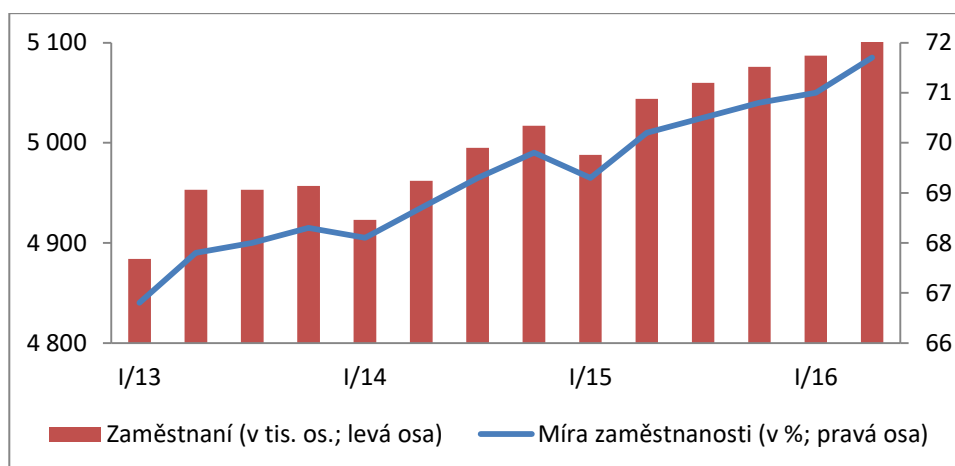


Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Na konci roku 2013 evidovaly ÚP 35 tis. volných pracovních míst, v roce 2014 jich bylo na trhu práce téměř 59 tis. Intenzita tvorby pracovních míst zrychlovala a na konci roku 2015 jich nabízely ÚP již 103 tis. Po 3. čtvrtletí roku 2016 nabízejí ÚP 141 tis. volných pracovních míst, což je o dalších 30 % více, než předchozí rok. Pozitivním faktem je, že počet pracovních míst roste plošně ve všech ekonomických odvětvích.⁸¹

⁸¹ KAMENICKÝ, Jiří; a kol. *Vývoj ekonomiky České republiky v 1. pololetí 2016*, s. 16

Graf 17 Vývoj zaměstnanosti v letech 2013 - 2016 (v %, tis. os.)

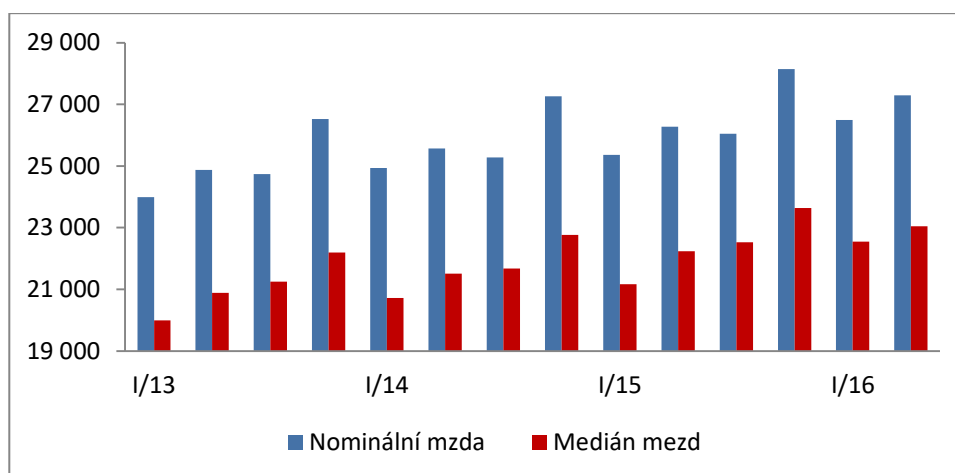


Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Na konci roku 2013 činila míra zaměstnanosti obyvatelstva (podíl počtu zaměstnaných osob věku 15 – 64 let) činila 68 %. V roce 2014 stoupla míra zaměstnanosti o 1,5 p. b., v roce 2015 pak o další 1 p. b. Aktuálně, podle ČSÚ, přesáhla míra zaměstnanosti 72 %. Během sledovaných třech let stoupl počet zaměstnaných o 245 tis. osob. Práci v roce 2016 vykonává 5,13 mil. osob.

Je nutné zmínit, že všechny výše uvedené ukazatele trhu práce ovlivňuje sezónnost. V prvních měsících roku se obvykle spolu s úbytkem sezónních prací ukazatele nezaměstnanosti zvyšují a ukazatele zaměstnanosti naopak snižují. V létě je pak na pracovním trhu více pracovních příležitostí, což ukazatele nezaměstnanosti sníží a ukazatele zaměstnanosti zvýší.

Graf 18 Průměrná hrubá měsíční mzda v letech 2013 - 2016 (v Kč)



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Hrubá mzda zahrnuje podle metodiky ČSÚ příplatky přesčas, náhrady mzdy apod. Velké výkyvy ve čtvrtých kvartálech jsou zapříčiněny vyplácením ročních odměn. Zatímco v roce 2013 činila průměrná mzda 25 000 Kč, v roce 2015 se průměrná výše výdělků vyšplhala na 26 500 Kč. Po 2. čtvrtletí roku 2016 se průměrná hrubá měsíční mzda pohybuje na hranici 28 000 Kč. Díky nízké inflaci se v posledních letech zvyšuje i kupní síla výdělků. Roste tedy nejen nominální mzda, ale i mzda reálná.⁸²

Jelikož se uvádí, že zhruba dvě třetiny obyvatel na průměrnou mzdu nedosáhnou, je k porovnání uveden i medián mezd. Medián mezd vyjadřuje hodnotu mzdy, kterou má zaměstnanec uprostřed mzdového rozdělení.⁸³ Mediánová mzda je zhruba o 15 % nižší než průměrná hrubá mzda. Podle poslední aktuální hodnoty z 2. čtvrtletí 2016 lze říci, že polovina zaměstnanců má vyšší mzdu a polovina nižší mzdu, než 23 050 Kč.

⁸² ČSÚ. *Průměrná mzda a evidenční počet zaměstnanců - metodika* [online]. 2003-2016 [cit. 2016-10-25]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/1-pmz_m

⁸³ *tamtéž*

4.3 Komparace ekonomiky ČR se zahraničními ekonomikami

V první části této kapitoly budou analyzovány základní makroekonomické ukazatele, na které mají intervence největší vliv (HDP, export a inflace), vybraných evropských zemí. Následně, v další kapitole, dojde k přímé komparaci makroekonomických ukazatelů vybraných zemí s ČR. Ke komparaci byly vybrány země Visegrádské čtyřky.

Visegrádská skupina je složena ze čtyř středoevropských zemí – ČR, Slovenska, Maďarska a Polska. Původní Visegrádská trojka vznikla 15. února 1991 za účelem vzájemné podpory z přechodu od totalitního režimu k demokracii. Po rozpadu ČSFR v roce 1993 se uskupení přejmenovalo na Visegrádskou čtyřku.⁸⁴

Hlavním důvodem, proč byla ke komparaci vybrána právě V4 jsou podobné kulturní, náboženské, historické a politické hodnoty těchto zemí. Díky tomu je vhodné porovnávat ČR právě s touto skupinou.⁸⁵

Součástí příloh (kapitola č. 8) diplomové práce je další komparace. Tentokrát byla ČR porovnávána s Rakouskem, Slovinskem, Rumunskem a Bulharskem.

4.3.1 Polsko

Polsko bylo jedinou zemí EU, která se po světové finanční krizi vyhnula recesi a vykazuje ekonomický růst už více jak 20 let.

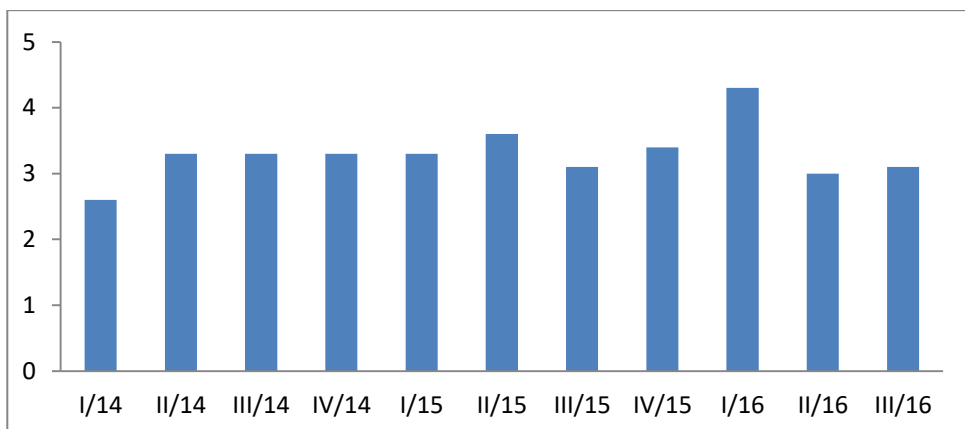
OECD ve své zprávě „*Hospodářský přehled Polska 2016*“ připomněla, že polská ekonomika vykazuje silný a relativně stabilní hospodářský růst již několik let. Odolnost polské ekonomiky vůči vnějším šokům je podle ní obdivuhodná.⁸⁶

⁸⁴ VisegradGroup. *Historie V4* [online]. 2015c [cit. 2016-11-11]. Dostupné z: <http://www.visegradgroup.eu/historie>

⁸⁵ tamtéž

⁸⁶ OECD. *Economic Survey of Poland 2016* [online]. 2016c [cit. 2016-11-10]. Dostupné z: <https://www.oecd.org/poland/>

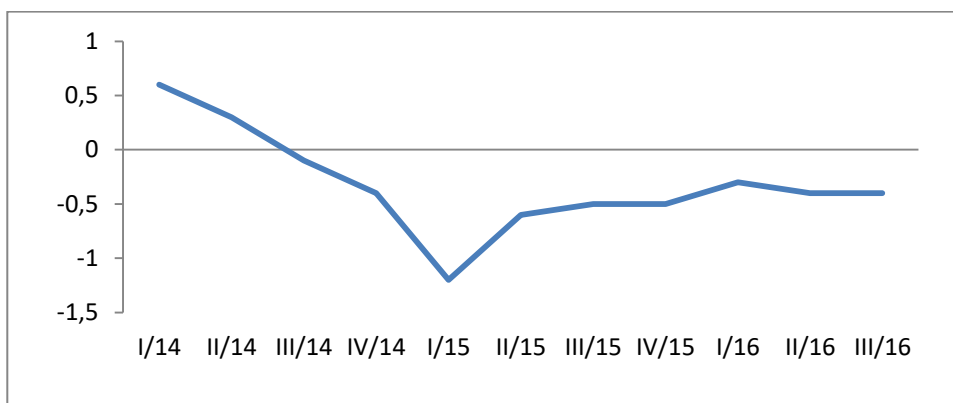
Graf 19 Vývoj reálného HDP v Polsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Zatímco na konci roku 2013 vzrostlo HDP o 1,8 %, v roce 2014 činil růst HDP už 3,3 %. Tahounem růstu byly především investice, které vzrostly o více než 9 %. K růstu dále přispěla i spotřeba domácností, která se oproti předchozímu roku zvýšila o 3 %. Od té doby vykazuje polská ekonomika relativně stabilní růst, který se pohybuje mezi 3 – 4 %.

Graf 20 Vývoj míry inflace v Polsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Do záporných hodnot se inflace Polska propadla už počátkem 3. čtvrtletí roku 2014 a od té doby v nich setrvává. Nejnižší hodnoty deflace byly zaznamenány v 1. čtvrtletí

roku 2015, kdy ceny meziročně klesly o 1,2 %. V roce 2016 kolísá inflace kolem hodnot 0,4 %.

Současný vývoj v Polsku ukazuje, že deflace nemusí být vždy nebezpečná. Podle polských analytiků je pokles cen zatím prospěšný pro výrobce i pro zákazníky. V důsledku toho, že velkoobchodní ceny klesají rychleji než ceny maloobchodní, totiž zvyšují polské firmy své tržby. Navíc díky nižším cenám pak zároveň roste i zájem spotřebitelů, kteří více utrácejí. I na trhu práce je situace příznivá. Díky rostoucí produktivitě se zvyšují mzdy a ožívuje se poptávka po práci.⁸⁷

Polský ekonom Andrzej Cieslik tvrdí: „*Deflace v Polsku není nebezpečná a momentálně za ni mohou jen klesající ceny ropy a ruské sankce. Navíc není důvod mít obavy, že by kvůli deflaci mohl zpomalit donedávna silný růst polské ekonomiky.*“ Stejně jako v ČR stojí za poklesem cen v Polsku především propad cen ropy. Zároveň patří Polsko mezi země EU, na kterých se podepsalo ruské embargo. Od srpna 2014 platí zákaz dovozu ovoce, zeleniny, masa a mléčných výrobků ze zemí EU, USA, Kanady, Austrálie a Norska. Neprodané potraviny zaplavily domácí i evropský trh a v důsledku převisu nabídky nad poptávkou se snížily ceny zmiňovaných potravin. Nižší ceny jsou zaznamenávány zejména u jablek, paprik, švestek, rajčat a brambor.⁸⁸

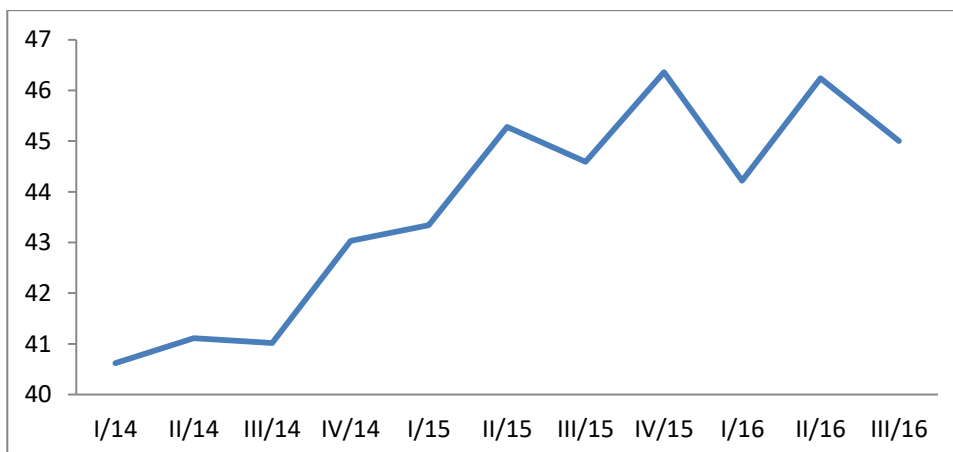
Jediný nástroj, který použila NBP ve snaze podpořit poptávku a růst inflace, byly úrokové sazby. Ty snížila v březnu 2015 o 0,5 p.b. Podle červencové prognózy očekává NBP návrat inflace do kladných hodnot už koncem roku 2016.⁸⁹

⁸⁷ HOLANOVÁ, Tereza. Aktuálně.cz. *Deflace nemusí být strašákem, ukazuje příklad z Polska* [online]. 23. 3. 2015 [cit. 2016-10-31]. Dostupné z: <http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/deflace-nemusi-byt-strasakem-ukazuje-priklad-z-polska/r~0a4bbf8eccc211e4ad630025900fea04/>

⁸⁸ tamtéž

⁸⁹ NBP. *Monetary Policy* [online]. 2016c [cit. 2016-10-31]. Dostupné z: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/polityka_pieniezna.html

Graf 21 Export Polska v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)



Zdroj: GUS (Polský statistický úřad), vlastní zpracování

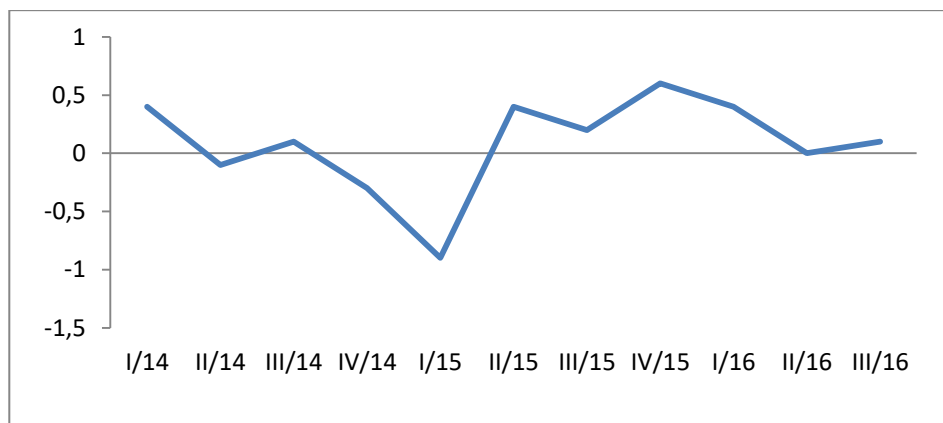
Za sledované období se export Polska zvýšil o 10,8 %. Největších hodnot dosáhl export ve 4. čtvrtletí 2015 a ve 2. čtvrtletí 2016, kdy Polsko ze své země vyvezlo zboží a služby v hodnotě více jak 46 mld. EUR.

Z 80 % jde vývoz Polska do EU. Nejvíce pak do Německa, Velké Británie a ČR. Z komoditního hlediska lze polský export charakterizovat jako průmyslově zemědělský.

4.3.2 Maďarsko

Maďarsko patřilo mezi jednu z mála zemí EU, která po světové krizi stále držela vysokou hodnotu inflace. V roce 2012 přesáhla inflace 5 %. V důsledku nízkých cen komodit však začala inflace od roku 2013 postupně klesat.

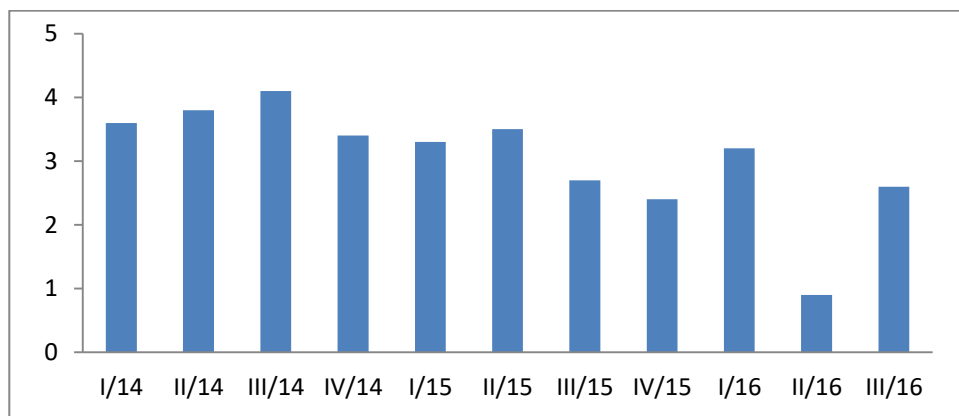
Graf 22 Vývoj míry inflace v Maďarsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

V posledních třech letech se průměrná roční inflace Maďarska drží kolem nuly. Na nízké inflaci se podílí především snižování cen energií pro domácnosti (o 18 %), které nařídila vláda. Nejnižší hodnotu vykazovala inflace v 1. čtvrtletí 2015, kdy se ceny propadly o téměř 1 %.

Graf 23 Vývoj reálného HDP v Maďarsku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)



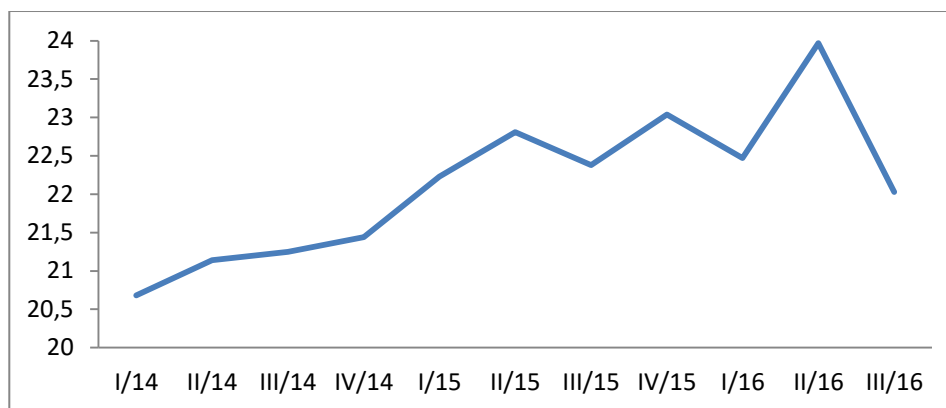
Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

V roce 2013 se maďarská ekonomika vymanila z krize a od té doby roste. Průměrný růst v roce 2014 činil 3,7 %. Zásahu na tom měly především vysoké finanční prostředky z fondů EU, dále pak zvýšená produkce průmyslu a stavebnictví. V roce 2015

se tempo růstu HDP mírně zpomalilo na 2,9 %. Hlavním tahounem byla v tomto roce spotřeba domácností, která vzrostla o 3 %. Spotřebu domácností povzbudil zejména růst reálných mezd. Dále na HDP pozitivně působil i čistý export, který byl poháněn přílivem zahraničních investic a poklesem importu. Z hlediska nabídky HDP pozitivně ovlivňoval průmyslový sektor. Zemědělská produkce ekonomický růst naopak brzdila. I v roce 2016 růst HDP mírně oslabuje. Hlavními tahouny stále zůstává domácí poptávka a export. Za poklesem stojí propad stavební produkce (o 33 %), jelikož došlo k vyčerpání finančních prostředků z fondů EU. Z hlediska nabídky přispívá k růstu nejvíce sektor služeb, automobilový průmysl a zemědělství.

Maďarská vláda chce pomocí balíku podpůrných kroků dostat růst HDP v příštích letech na 3 – 5 %. V plánu je podpora farmaceutického a chemického průmyslu, obnovitelných zdrojů energie a cestovního ruchu.

Graf 24 Export Maďarska v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)



Zdroj: KSH (Centrální statistický úřad Maďarska), vlastní zpracování

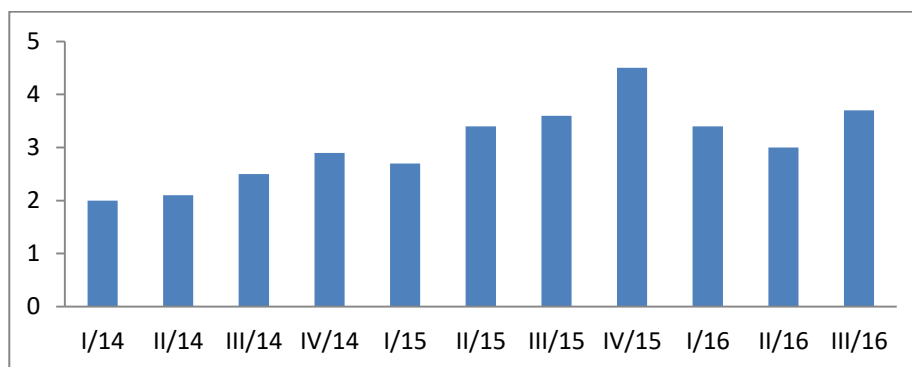
V posledních třech letech se průměrný čtvrtletní export Maďarska pohybuje kolem 22 mld. EUR. K největšímu vývozu došlo ve 2. čtvrtletí 2016, kdy Maďarsko vyvezlo zboží a služby v hodnotě téměř 24 mld. EUR. Z ročního pohledu činí maďarský export zhruba 90 mld. EUR.

Maďarsko vyváží zejména strojírenské výrobky a potraviny. Z teritoriálního hlediska nejvíce exportuje do Německa, Rumunska a Rakouska.

4.3.3 Slovensko

Slovenská ekonomika si stejně jako ta česká, prošla v letech 2012 – 2013 druhou vlnou recese.

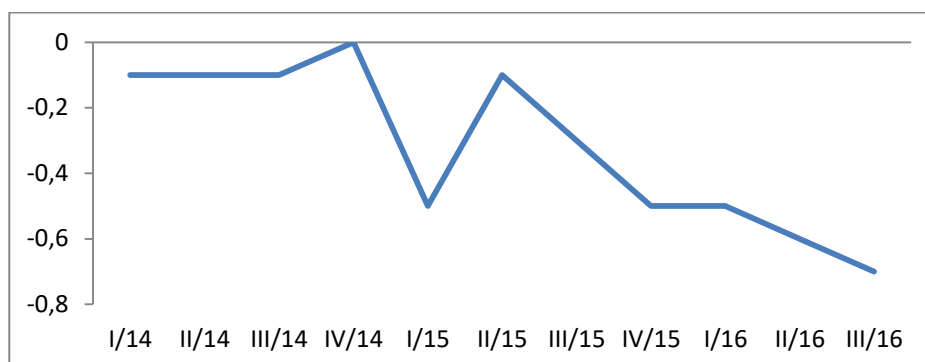
Graf 25 Vývoj reálného HDP na Slovensku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)



Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

V roce 2014 však došlo k jejímu oživení a od té doby roste. V roce 2014 vykazovala slovenská ekonomika průměrný růst 2,4 %, ke kterému nejvíce přispíval export. V roce 2015 se HDP průměrně pohybovalo na hladině 3,2 %. Růst v tomto roce nejvíce podpořila domácí poptávka spolu s investicemi. Nejvíce se investovalo zejména do infrastruktury a do silničních komunikací. Aktuálně se HDP Slovenska pohybuje kolem 3,7 %, a to především díky exportu a spotřebě domácností.

Graf 26 Vývoj míry inflace na Slovensku v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)

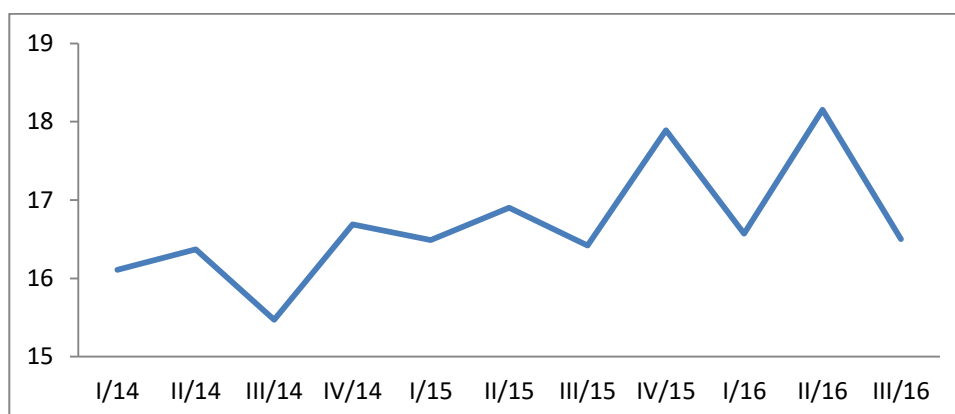


Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Během roku 2014 se míra inflace Slovenska propadla do záporných hodnot, ve kterých setrvává do dnes. Pád do deflace mají na svědomí především světově nízké ceny energií a potravin. Nejnižších hodnot dosahuje deflace v posledním roce. Ve 3. čtvrtletí 2016 se spotřebitelské ceny snížily o více jak 0,7 %. Za poklesem cen v roce 2016 stojí kromě pokračujícího zlevňování pohonných hmot i snížení DPH, které vedlo ke snížení cen vybraných potravin. Návrat inflace do kladných hodnot predikuje SBN během příštího roku.

Dle ekonomické teorie může deflace v důsledku odkládání spotřebitelských nákupů a firemních investic, zapříčinit nižší ekonomický růst a vyšší nezaměstnanost. Na Slovensku tomu ovšem tak není. Nezaměstnanost dosahuje dlouhodobých minim, a co se týče HDP, patří Slovensko mezi devět nejrychleji rostoucích ekonomik EU.

Graf 27 Export Slovenska v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)



Zdroj: ŠÚSR (Statistický úřad Slovenské republiky), vlastní zpracování

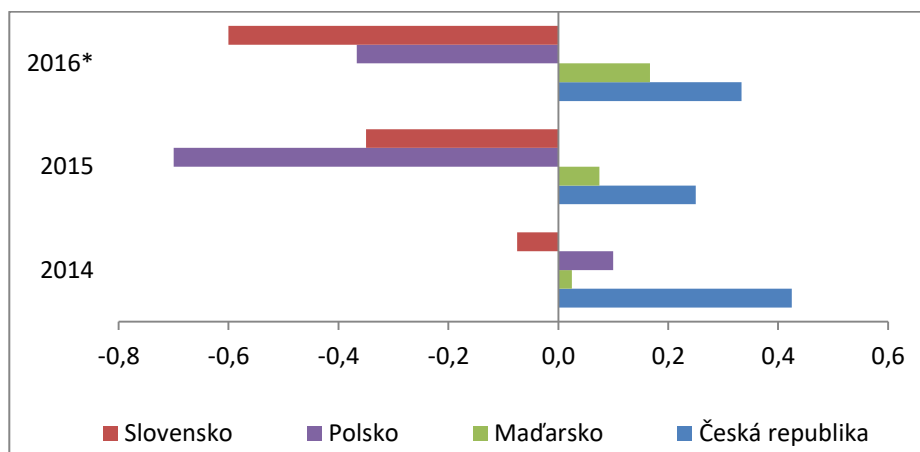
Z grafu 27 je patrné, že ačkoliv export Slovenska roste, jeho tempo je kolísavé. V 1. a 3. čtvrtletí roku vždy dochází k jeho snížení, ve 2. a 4. čtvrtletí naopak ke zvýšení. Ročně se ze Slovenska vyveze zboží a služby zhruba v hodnotě 65 mld. EUR.

Slovensko exportuje do EU z více jak 85 %. Nejvíce dováží do Německa, ČR a Polska. Mezi nejvíce vyvážené komodity patří automobily, motorová vozidla a elektronická zařízení.

4.3.4 Vlastní komparace

Na níže uvedených grafech (28 až 30) můžeme přímo porovnat vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů ČR s vývojem v zemích V4.

Graf 28 Vývoj inflace v zemích V4 v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)

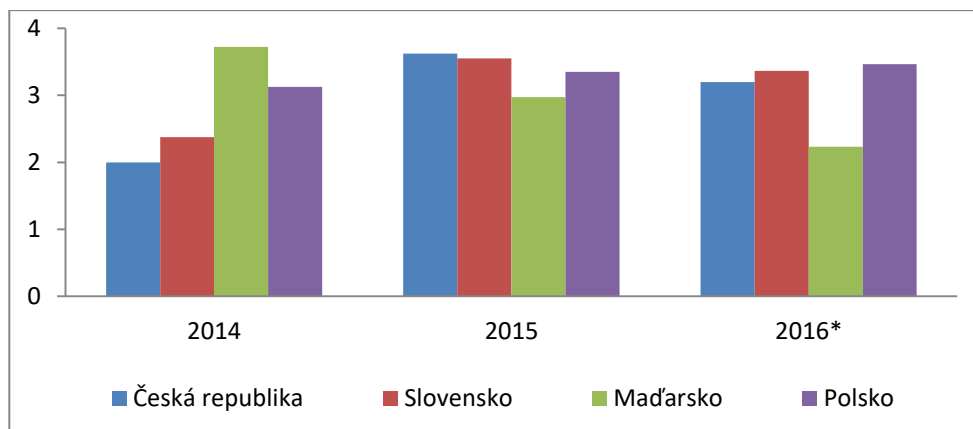


* údaje za první 3. čtvrtletí roku

Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Ze zemí V4 je na tom s inflací nejlépe ČR. Pokud bychom se na vývoj inflace podívali čtvrtletně, je to zároveň i jediná země, která se nedostala do deflace. Inflace Maďarska se pohybuje na nízkých úrovních kolem nuly. Meziroční růst maďarských cen činí 1 p. b. Od konce roku 2014 začaly slovenské a polské ceny klesat a státy se tak propadly do deflace. Inflace obou zemí dosahují ve sledovaném období průměrné hodnoty -0,3 %.

Graf 29 Vývoj reálného HDP v zemích V4 v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)

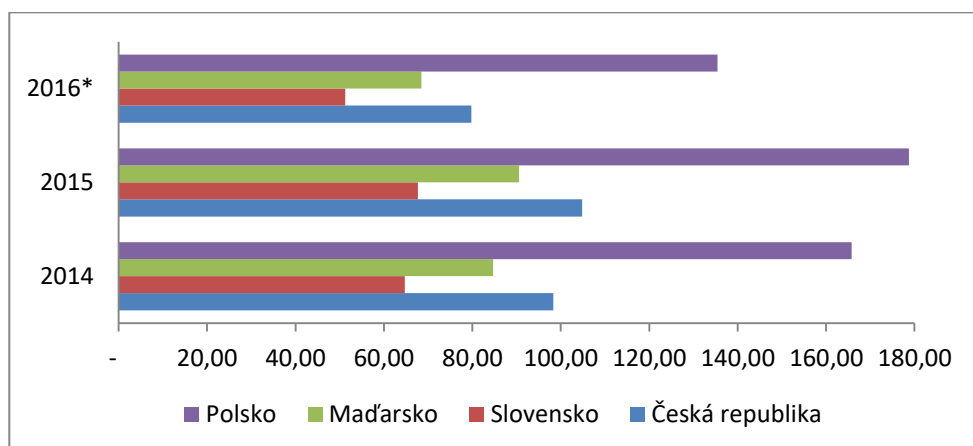


* údaje za první 3. čtvrtletí roku

Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Ačkoliv Polsko i Slovensko prochází deflací, jejich ekonomický vývoj v posledních třech letech roste. Maďarsko, jehož inflace se pohybuje kolem nuly, tempo HDP naopak snižuje. Polské tempo HDP vykazuje ve sledovaném období nejvyšší a zároveň nejstálější hodnoty HDP. Průměrné HDP Polska činí, 3,3 %. Druhé největší HDP ze zemí V4 má Slovensko (3,1 %). Maďarsko i ČR vykázaly ve sledovaném období stejnou hodnotu HDP (2,9 %).

Graf 30 Vývoj exportu v zemích V4 v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)



* údaje za první 3. čtvrtletí roku

Zdroj: ČSÚ, KSH, GUS, ŠÚSR, vlastní zpracování

Největším vývozcem ze zemí V4 je Polsko, které ročně vyveze zboží a služby v hodnotě více jak 170 mld. EUR. Mezi roky 2014 a 2015 vzrostl objem exportu Polska o 7,8 %, což je zároveň i největší nárůst exportu z výše uvedených zemí. Druhým největším exportérem V4 je ČR, jejíž průměrný roční export činí 100 mld. EUR. Co se týče meziročního růstu objemu exportu, je na druhém místě Maďarsko, které mezi roky 2014 a 2015 zvýšilo svůj export o téměř 7 %. Nejméně exportní zemí V4 je Slovensko. Jeho průměrný roční export činí 65 mld. EUR.

4.4 Ukončení kurzového závazku

Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky bude ukončeno v okamžiku, kdy bude v důsledku silných inflačních tlaků zapotřebí zpřísnit měnovou politiku. Toho bude právě dosaženo ukončením devizových intervencí a zvýšením úrokových sazeb.⁹⁰

V podstatě už od zavedení kurzového závazku v listopadu 2013 komunikuje ČNB o jeho pravděpodobném ukončení. Z důvodu stále nesplněných ekonomických podmínek, tj. udržitelné plnění 2 % inflačního cíle, se však návrat do standardního režimu měnové politiky stále odkládá. Bankovní rada ČNB na zářijovém měnověpolitickém jednání prohlásila, že k ukončení kurzového závazku nedojde dříve než ve 2. čtvrtletí 2017. Podle zářijové prognózy ČNB by měla inflace překročit 2 % hladinu právě ve 2. čtvrtletí 2017. K ukončení devizových intervencí tak pravděpodobně dojde v polovině roku 2017. Přesnější datum nelze dopředu určit, jelikož je exit podmíněn ekonomickým vývojem a většinovým rozhodnutím bankovní rady o tom, že plnění inflačního cíle se dá již považovat za udržitelné i po opuštění kurzového závazku.⁹¹

Opuštění kurzového závazku bude znamenat návrat k řízeně plovoucímu kurzu, který se může pohybovat oběma směry. ČNB však bude stále připravena zasáhnout proti nadměrným výkyvům kurzu. Nelze ovšem dopředu říci, na jaké hladině bude ČNB intervenovat. Vše totiž záleží na konkrétních podmínkách, jak velké posílení kurzu

⁹⁰ ČNB. *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky* [online]. 2016c [cit. 2016-10-16]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

⁹¹ KRÁL, Petr. *Kurz jako nástroj měnové politiky ČNB: Retrospektiva a aktuální výhled (2016)*, s. 26 - 31

už ohrožuje udržitelnost plnění 2 % inflačního cíle a vyvážený vývoj ekonomiky. Návrat do standardního režimu nebude podle prognózy ČNB pravděpodobně znamenat posílení kurzu zpět na mírně nadhodnocenou úroveň, která byla na trhu před zahájením intervencí.⁹²

Podoba ukončení kurzového závazku bude záležet na aktuální situaci v eurozóně a na domácích podmínkách. ČNB preferuje variantu jednorázového ukončení. Nelze však vyloučit ani variantu s mezikrokem. V tom případě by intervence nebyly ukončeny, ale průběžně by se snižovala hranice kurzového závazku a kurz by se uvolňoval postupně. ČNB má vypracované různé scénáře, ale debata o tom, kterou variantu vybere, ji ještě čeká na dalších jednáních.⁹³

Kromě zásahů proti nadměrné volatilitě kurzu diskutuje ČNB o případném zavedení záporných sazeb. Některé státy eurozóny, Švýcarsko a Japonsko již nějakou dobu záporné sazby využívají. I v ČR fungují určité segmenty (např. trh státních dluhopisů) za podmínek negativních úrokových sazeb. ČNB nepovažuje záporné úrokové sazby jako vhodný nástroj pro dodatečné uvolnění měnových podmínek. Mohly by však podle ní sloužit jako efektivní doplňkový nástroj pro podporu kurzového závazku či hladkého průběhu jeho opuštění. Jejich cílem by především bylo odradit spekulanty, které by lákala vidina rychlého posílení koruny. Ačkoliv tedy nejsou záporné sazby preferovaným nástrojem ČNB, v průběhu roku 2016 o nich opakovaně diskutovala a jejich použití tedy nelze úplně vyloučit.⁹⁴

Když ČNB kurzový závazek zaváděla, uvedla jako zdroj své inspirace Švýcarsko. Ovšem po tom, co v lednu 2015 SNB nečekaně opustila intervenční režim a během jednoho dne tak posílila frank vůči euru téměř o 40 %, ČNB se od švýcarské banky jako svého vzoru distancuje. Bývalý guvernér ČNB Miroslav Singer ujišťuje veřejnost, že k ukončení intervencí přistoupí ČNB pouze tehdy, až se bankovní rada shodne, že česká ekonomika vytváří dostatečné a stabilní inflační tlaky. Za stabilitu se v tomto případě

⁹² BENDA, Vojtěch. *Měnová politika ČNB a scénáře jejího návratu k normálu (2016)*, s. 15

⁹³ tamtéž

⁹⁴ KRÁL, Petr. *Kurz jako nástroj měnové politiky ČNB: Retrospektiva a aktuální výhled (2016)*, s. 21 - 23

považuje růst cen v oscilačních pásmech 2 % inflačního cíle, tj. ± 1 %. Navíc zdůraznil, že ukončení kurzového závazku bude transparentní a nijak podobné švýcarskému franku.⁹⁵

Všichni ekonomové, kteří se vyjádřili k otázce časopisu Reflex: „*Kdy podle Vás dojde k ukončení intervencí ČNB, případně uvolnění kurzu? Jak a proč?*“ se shodli na tom, že ČNB trh exitem kurzového závazku překvapí. Pokud by totiž ČNB přesný termín ohlásila předem a hladinu kurzového závazku postupně snižovala, přilákalo by to spekulanty. Ti by měli vidinu očekávaných zisků z posilování koruny. ČNB by byla nucena k dalším intervencím a dále by tak zvyšovala devizové rezervy, které jsou už teď trojnásobně větší než počátkem listopadu 2013. Optimálním řešením a zároveň nejpravděpodobnějším scénářem se tedy jeví náhlé a jednorázové ukončení intervencí, ze dne na den.⁹⁶

⁹⁵ Roklen24. *Švýcarský vzor měnové politiky padl. ČNB chce být lepší* [online]. 28. 1. 2015 [cit. 2016-11-1]. Dostupné z: <http://echo24.cz/a/iHb8G/svycarsky-vzor-menove-politiky-padl-cnb-chce-byt-lepsi>

⁹⁶ CVRČEK, Miroslav. Reflex. *Kdy podle vás dojde k ukončení intervencí ČNB, případně uvolnění kurzu? Jak a proč?* [online]. 27. 10. 2016 [cit. 2016-11-15]. Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-hlavni-clanky/75509/kdy-podle-vas-dojde-k-ukonceni-intervenci-cnb-pripadne-uvolneni-kursu-jak-a-proc.html>

5 Výsledky a diskuze

Teoretická část diplomové práce, v souladu se svým stanoveným cílem, nabízí pohled na teoretické zázemí dané problematiky se zaměřením na vymezení alternativních typů kurzových režimů, jejich výhod a nevýhod. Základní dva typy, tj. režim pevného měnového kurzu a režim plovoucího měnového kurzu, byly dále rozšířeny o další typy režimů měnových kurzů. Sem patří např. zlatý standard, měnový výbor nebo korigované a posuvné zavěšení. Každý tento režim má samozřejmě své klady a zápory. Nelze jednoznačně určit, který režim je nejlepší, nejvhodnější. Pro méně vyspělou ekonomiku je totiž vhodný jiný typ kurzového režimu, než například pro transformující se ekonomiku.

Úvod praktické části se věnoval zavedení devizových intervencí ČNB a analýze vývoje základních makroekonomických ukazatelů, které měly největší vliv na jejich zavedení. Aby bylo možné zhodnotit dopady kurzového závazku na tuzemskou ekonomiku, byl zde analyzován vývoj inflace, HDP a nezaměstnanosti po zavedení devizových intervencí.

Co se týče inflace, ta se sice nepropadla do záporných hodnot, jak podle predikcí ČNB hrozilo, stále se však pohybuje na velice nízkých hodnotách kolem nuly. ČNB předpokládala, že po zavedení intervencí dojde k postupnému nárůstu inflace a v druhé polovině roku 2014 se vrátí ke svému 2 % cíli. Díky zdražení dovozu sice ceny v druhé polovině 2014 mírně vzrostly, pak ale přišel další propad. Ten se dá vysvětlit proniknutím deflace na český trh ze zahraničí, dobrou úrodou zemědělských plodin, která zpomalila růst cen potravin a především propadem cen pohonných hmot. Počátkem roku 2015 stouply spotřebitelské ceny, což podpořilo růst inflace. Na konci roku se však míra inflace propadla až na úroveň 0,1 %. Hlavní podíl na tom opět měly nízké ceny ropy a snižující se ceny importu. Od deflace nás zachránily zvýšené ceny tabáku a díky dotacím z EU i růst cen ve stavebnictví. I v roce 2016 stále brání růstu inflace nízké ceny energií, zemědělských a průmyslových výrobců. Podle srpnové prognózy ČNB by měla inflace dosáhnout 2 % v polovině roku 2017. Jak by se inflace vyvíjela, pokud by ČNB devizové intervence nezavedla, nelze říct. Nikdo nepočítal s tím, že by se ceny ropy mohly propadnout až o 50 %, a tak je možné, že nebyť intervencí, dostala by se česká inflace na několik čtvrtletí do deflace.

Po tom, co se v roce 2012 HDP propadlo do druhé vlny recese, od poloviny roku 2013 se česká ekonomika opět oživuje. Česká ekonomika vzrostla během roku 2014 o 2 p. b. a HDP se dostalo až na úroveň 4 %. Největšími tahouny růstu HDP byly v tomto roce zejména investice, spotřeba domácností a po očištění ZO hlavně čistý export. Zvýšená zahraniční i domácí poptávka se projevila na straně nabídky. Tam nejvíce podpořil HDP zpracovatelský průmysl a služby. Nízké ceny ropy se začaly projevat i v HDP. Tento ukazatel však ovlivňují pozitivně. I v roce 2015 bylo průměrné tempo HDP 4 %. Hnací motory české ekonomiky zůstaly stejné jako minulý rok. Od konce roku 2015 se začalo tempo růstu HDP mírně zpomalovat. Aktuálně se pohybuje kolem 3 %, což je v souladu s jeho potenciálem. Největší změna nastala u investic, které se z největšího tahouna české ekonomiky staly největší brzdou.

Oživení české ekonomiky přispělo i k lepší situaci na trhu práce. Obecná míra nezaměstnanosti se snížila o 3 p. b. na 3,9 %, což je hodnota, která byla naposledy naměřena v roce 2008 před světovou krizí. Co se týče počtu nezaměstnaných osob, ten se od konce roku 2013 snížil o více jak 50 %. Rapidně vzrostla míra zaměstnanosti (o 4 p. b.) i počet zaměstnaných osob (o 3 %). Počet nových pracovních míst vrostl dokonce trojnásobně. Průměrná mzda se během sledovaného období zvýšila o 3 000 Kč.

Po podrobnější analýze české ekonomiky mohl být splněn dílčí cíl diplomové práce, kterým byla komparace makroekonomického vývoje České republiky s vývojem ve vybraných evropských zemích. K této komparaci byly vybrány jak státy eurozóny, tak i mimo ni. Jako ukazatele byly k porovnání vybrány – inflace, HDP a export, neboť právě na tyto ukazatele mají devizové intervence největší vliv.

Hlavní porovnávací skupinu tvořily zbylé země Visegrádské čtyřky, tj. Polsko, Maďarsko a Slovensko. Ačkoliv v posledních třech letech vykazuje česká inflace velice nízké hodnoty, v průměru 0,3 %, je z této skupiny jednoznačně nejlepší. Maďarsko má sice oproti ČR ještě o něco nižší hodnoty, ale i to se meziročně drží v kladných hodnotách. Naopak Polsko i Slovensko se už téměř tři roky nachází v deflaci. V obou zemích mohou za pokles cen především nízké ceny pohonných hmot a potravin. Na Slovenku nízkou inflaci podpořilo také snížení DPH. V Polsku se pro změnu negativně projevilo ruské embargo, v jehož důsledku se snížily ceny domácí produkce ovoce a zeleniny. Co se týče HDP, v tomto ukazateli dominuje hlavně Polsko a Slovensko, což jsou paradoxně země,

kteří si právě prochází deflací. Průměrné HDP ČR je v letech 2014 – 2016 oproti polskému HDP o 0,4 p. b. menší. Ve srovnání se slovenskou ekonomikou je české HDP menší o 0,2 p. b. Maďarská ekonomika je na tom v tříletém průměru stejně jako ta česká. Rozdílem ovšem je, že Maďarsko tempo růstu HDP meziročně snižuje, kdežto ČR jej zvyšuje. Nejvíce exportní zemí z V4 je Polsko. Nejenže hodnota jeho vývozu je o více jak 70 mld. EUR větší než hodnota českého exportu, zároveň má i největší tempo růstu exportu.

Přestože, bývalý guvernér ČNB Miroslav Singer tvrdí, že pokles cen je škodlivý, někteří ekonomové s ním nesouhlasí. Když ČNB v listopadu 2013 zvedla devizové intervence, stal se tento její krok velice diskutovaným tématem. A to jak mezi odbornou, tak i laickou veřejností.

Podle ekonoma **Pavla Kohouta** je třeba rozlišovat dobrou (cenovou) a špatnou (měnovou) deflací. Příčinou příznivé deflace je pokles cen surovin a energií na světových trzích, technický pokrok nebo růst produktivity. Negativní deflace je podle něj důsledkem krizí a recesí, nikoliv jejich příčinou. Pokud klesne objem peněz v ekonomice, nemají lidé tolik peněz na útratu, podniky nemají peníze na výplatu mezd zaměstnancům a nastává tak hospodářská recese. Kohout zastává názor, že skutečným problémem v roce 2013 byl pokles úvěrové dynamiky, tudíž se jednalo o pozitivní deflací. ČNB se tedy podle něj mylí a bojuje proti dobré deflací.⁹⁷

Dalším z kritiků ČNB byl prezident ČR **Miloš Zeman**. Ten zpochybňoval riziko hrozící deflace, neboť v době, kdy se ČNB rozhodovala o oslabení koruny, se inflace stále pohybovala kolem inflačního cíle 2 %. Navíc se česká ekonomika v té době začala pomalu oživovat, přičemž inflace obvykle svévolně roste.⁹⁸ Zároveň podezřívá ČNB z toho, že devalvovala korunu z toho důvodu, aby v dohledné době prakticky znemožnila přechod

⁹⁷ KOHOUT, Pavel. Peníze.cz. *Tak tedy znovu: Dobrá a špatná deflace* [online]. 2000-2016 [cit. 2016-11-1]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/kurzy-men/276856-tak-tedy-znovu-dobra-a-spatna-deflace>

⁹⁸ ZEMAN, Miloš. E15. *Zeman: Intervence ČNB ještě nikdy ničemu neprospěly* [online]. 11. 11. 2013 [cit. 2016-11-1]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zeman-intervence-cnb-jeste-nikdy-nicemu-neprospely-1037114>

koruny na euro a nepřišla tak o část svých kompetencí. Po přijetí eura by totiž kurz řídila ECB.⁹⁹

I bývalý prezident ČR **Václav Klaus** je od začátku odpůrcem devizových intervencí. Ani on neviděl riziko hrozící měnové deflace, neboť v české ekonomice je spíše nadbytek peněz. Navíc připouští, že nevěří teorii ani praxi inflačního (deflačního) chování. Podle něj zasáhla ČNB právě ve chvíli, kdy se česká ekonomika dostávala do fáze rychlého růstu a žádné další růstové stimuly nepotřebovala. „*Není divu, že při poklesu světových cen paliv a surovin, slabém ekonomickém růstu celé Evropy, oslabení eura, zpomalování růstu čínské ekonomiky, protiruských sankcích a tradiční české mzdové zdrženlivosti, nejsou snahy ČNB příliš úspěšné.*“¹⁰⁰ Ve své knize „*Byla deflace opravdu hrozbou?*“ upozorňuje na to, že česká ekonomika byla v té době už 5 let ve fázi stagnace, a i přes absenci poptávkových a nabídkových tlaků, zůstávala inflace stále v kladných hodnotách. Podle něj se tedy ČNB rozhodla pro tento zásadní krok pouze na základě predikce jejího makroekonomického modelu, který se nedá považovat za dostatečný argument.¹⁰¹ Dále Klaus vyjádřil nesouhlas s tím, že si většina centrálních bank stanovuje inflační cíl ve výši 2 %. Připomíná, že každá inflace, i ta dvouprocentní je špatná. Tuto hodnotu si navíc ČNB stanovila sama, proto je nesmysl, aby se odvolávala na to, že měnová politika musí plnit inflační cíl a inflaci nižší než 2 % nazývala jako „*podstřelování inflačního cíle*“.¹⁰²

Údajnou hrozbu deflace, která má negativní dopady na celou ekonomiku, vyvrací i **Jáchym Frank**, ekonom a člen ČSSD. Zastává názor, že díky otevřenosti české ekonomiky, nelze upadnout do hlubší deflace. Pokud by začaly klesat tuzemské ceny oproti cenám okolních států, v důsledku zvýšení exportu a přílivu Němců nebo Poláků

⁹⁹ ZEMAN, Miloš. Novinky.cz. *Zeman: ČNB úmyslně oslabila korunu, aby oddálila euro a nepřišla o kompetence* [online]. 2003-2016 [cit. 2016-11-1]. Dostupné z: <https://www.novinky.cz/ekonomika/345609-zeman-cnb-umyslne-oslabila-korunu-aby-oddalila-euro-a-neprišla-o-kompetence.html>

¹⁰⁰ KLAUS, Václav. *Odpovědi Václava Klause na anketu týdeníku Reflex o devizových intervencích ČNB* [online]. 19. 11. 2015 [cit. 2016-11-1]. Dostupné z: <http://www.klaus.cz/clanky/3843>

¹⁰¹ KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu hrozbou? (2014)*

¹⁰² CVRČEK, Miroslav. *Hospodářské noviny. Klaus versus Singer: Polemika bývalého prezidenta s guvernérem čnb ohledně oslabení české měny* [online]. 21. 11. 2013 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-hlavni-clanky/52930/klaus-versus-singer-polemika-byvalého-prezidenta-s-guvernorem-cnb-ohledne-oslabeni-ceske-meny.html>

za účelem levných nákupů by se zvýšila konkurenceschopnost tuzemského zboží. Tato dodatečná poptávka by pokles cen zastavila přirozeně, bez nutnosti zásahů ČNB.¹⁰³

Frank ve svých článcích vyvrací argumenty, kterými ČNB intervence obhajuje. Prvním argumentem ČNB je nebezpečí, že vlivem deflace začnou lidé odkládat své nákupy a budou čekat na pokles cen zboží. Podle Franka žije většina občanů ČR od výplaty k výplatě a nemají ani šanci své nákupy odkládat. Navíc pokud se někomu rozbije auto nebo lednička, nečeká s koupí nové půl roku, až se sníží cena.¹⁰⁴ Dalším argumentem ČNB je, že oslabením koruny se zvýší konkurenceschopnost tuzemského zboží na zahraničních trzích. Frank uznává, že v krátkém období lze s tímto tvrzením souhlasit, v dlouhém období však nikoliv. Nižší kurz lze dlouhodobě udržet jen za pomoci intervencí čili zvyšování peněžní zásoby. To se později projeví vyšší mírou inflace, která bude mít následně negativní dopad na obyčejné lidi, neboť sníží kupní sílu jejich úspor a mezd.¹⁰⁵ To souvisí i s argumentem, že podpora exportu následně oživí českou ekonomiku, zvýší spotřebu, investice a růst zaměstnanosti. Jakmile ukončí ČNB intervence a přestane tisknout nové peníze, vznikne nedostatek peněz v ekonomice (růst cen pokračuje, ale peněžní zásoba přestala růst). To se projeví snížením poptávky po zboží a službách. Zásoby se začnou hromadit na skladech, růst HDP se zpomalí a firmy budou propouštět zaměstnance, čímž poroste nezaměstnanost. Po skončení intervencí tak může naopak později (za 6 až 9 měsíců) dojít k recesi.¹⁰⁶

Podle ekonoma a poradce ministra financí **Aleše Michla** může být oslabení koruny dobré krátkodobě, k nakopnutí ekonomiky z velké recese, dlouhodobě však nikoliv. Vidí dva hlavní problémy intervencí. Neustálými intervencemi zaplavuje ČNB komerční banky korunami, které nevědí, co s nimi dělat. Pokud budou peníze vkládat do dluhopisů, může nás to znovu dovést ke stagnaci. Pokud naopak začnou ve velkém půjčovat peníze lidem

¹⁰³ Frank (ČSSD): *Omyl devizové intervence ČNB, část I. – mýty a fakta o deflaci* [online]. 9. 1. 2014 [cit. 2016-11-2]. Dostupné z: <http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Frank-CSSD-Omyl-devizove-intervence-CNB-cast-I-myty-a-fakta-o-deflaci-299165>

¹⁰⁴ *tamtéž*

¹⁰⁵ Frank (ČSSD): *Omyl devizové intervence ČNB, část II. – iluze snížení kurzu* [online]. 11. 1. 2014 [cit. 2016-11-2]. Dostupné z: <http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Frank-CSSD-Omyl-devizove-intervence-CNB-cast-II-iluze-snizeni-kurzu-299662>

¹⁰⁶ Frank (ČSSD): *Omyl devizové intervence ČNB, část III. – ekonomický růst nebo recese?* [online]. 27. 1. 2014 [cit. 2016-11-2]. Dostupné z: <http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Frank-CSSD-Omyl-devizove-intervence-CNB-cast-III-ekonomicky-rust-nebo-recese-301058>

a podnikům, ekonomiku to sice nakopne, ale zároveň může dojít k vysoké a nekontrolovatelné inflaci. Druhým problémem je finanční ztráta ČNB. Před zahájením intervencí měla ČNB ztrátu 200 mld. Kč. Díky devalvaci koruny a nákupu eur se nyní centrální banka dostala do zisku. Jenomže až ČNB opustí svůj kurzový závazek a koruna opět posílí, banka se ze zisku dostane do ještě větší ztráty, než byla před tím.¹⁰⁷

I **Vladimír Pikora** a **Markéta Šichtařová** považují dlouhodobý intervenční režim jako ekonomicky škodlivý. Šichtařová navíc označila intervence ČNB jako „*simulaci fixního kurzu eura neboli jak by to vypadalo, kdybychom měli euro*“. Oba zastávají názor, že rovnice „*deflace = zlo*“ tak úplně neplatí a nízká krátkodobá deflace ekonomice nijak neuškodí. Oslabení koruny sice podle nich krátkodobě podporuje export, průmyslovou výrobu a snižuje nezaměstnanost. Z dlouhodobého hlediska však budeme dovážet méně technologií, protože budou drahé. To povede k primitivní výrobě a staneme se pouhou „*montovnou Evropy*“. Jako další velký problém vidí Šichtařová to, že čím déle drží ČNB uměle slabou korunu, tím více se její současný kurz oddaluje od tržního kurzu. Aktuální kurz by podle ní byl 24 CZK/EUR.¹⁰⁸ Pikora připomíná, že ČNB v některých odvětvích deflační tlaky ovlivnit nedokáže. Jako příklad uvedl trh energií, pohonných hmot a mobilních operátorů.¹⁰⁹

Podle hlavního ekonoma finanční skupiny Roklen24¹¹⁰ **Lukáše Kovandy**, centrální banka českou ekonomiku přehřívá. V době, kdy HDP rychle roste a nezaměstnanost dosahuje nejnižších hodnot za posledních více jak patnáct let, nepotřebuje česká ekonomika stimulaci v podobě dalších peněz. Dalším problémem podle něj je, že ČNB do celkové inflace nezapočítává vývoj cen nemovitostí. Ty, díky nulovým úrokům, aktuálně závratně rostou. Zároveň připomíná, že ČNB dokáže ovlivnit pouze jádrovou inflaci, která je očištěna o ceny pohonných hmot. Nízké ceny ropy, které už od roku 2014 drží celkovou inflaci na nízkých úrovních, a proti kterým ČNB bojuje, ve skutečnosti

¹⁰⁷ MICHL, Aleš. Hospodářské noviny. *Ukončete intervence, škodí ekonomice* [online]. 11. 9. 2015 [cit. 2016-11-2]. Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-64581670-ukoncete-intervence-skodi-ekonomice>

¹⁰⁸ ŠICHTAŘOVÁ, Markéta. Reflex. *24 korun za euro* [online]. 12. 11. 2015 [cit. 2016-11-15]. Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-reflexe/67363/24-korun-za-euro.html>

¹⁰⁹ NĚMEČEK, Josef. Roklen24. *Pikora k ČNB: Pár měsíců přesvědčování, pak prudký zlom* [online]. 3. 8. 2015 [cit. 2016-11-15]. Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/w5Lpk/pikora-k-cnb-par-mesicu-presvedcovani-pak-prudky-zlom>

¹¹⁰ portál o ekonomice, financích a investicích

ani ovlivnit neumí. Po červencové personální obměně rozdělil Kovanda bankovní radu na dvě křídla. Do křídla prointervenci zařadil všechny, kdo před třemi lety hlasovali pro zavedení intervencí. Jmenovitě uvedl např. Mojmíra Hampla, Vladimíra Tomšíka, Lubomíra Lízala nebo Tomáše Holuba. Protiintervenci křídlo tvoří nový guvernér Jiří Rusnok, noví radní Vojtěch Benda, Tomáš Nidetzky nebo také Pavel Řežábek, který sice v listopadu 2013 již v radě byl, ale pro zahájení intervencí ruku nezvedl. Naopak je jejich veřejným kritikem.¹¹¹

Pavel Řežábek o intervencích uvádí: „*Dlouhodobě mají obrovsky deformující dopad na ekonomiku. Tlumí se inovace, modernizace. Největší problém ale je v penzijních fondech a pojišťovnách. A na cestě ukončení intervencí. Každá z nich má velká rizika a potenciál pro spekulativní kapitál.*“¹¹² Řežábek přiznal, že on se deflace nebojí. Zastává totiž názor, že krátkodobá deflace nemusí být vždy dramatická, jak se uvádí. Deflační spirála podle něj ČR nehrozila.¹¹³

I podle **Evy Zamrazilové**, hlavní ekonomky České bankovní asociace a bývalé členky bankovní rady, bylo oslabení koruny chybným krokem. I ona je zastáncem názoru, že nám žádná nebezpečná deflace nehrozila. Připomíná, že v té době klesaly ceny energií a mobilních operátorů, což není spotřeba, kterou by lidé záměrně odkládali. Podle ní by centrální banky neměly striktně lpět na stanoveném inflačním cíli. Ideální by bylo, když by hlídaly horní hranici inflačního cíle a případně zasáhly. To platí i v případě hrozící deflace. Banka by měla rozhodnout o tom, zda jsou deflační tlaky pro zemi rizikové a případně podniknout vhodné kroky k odvrácení deflace.¹¹⁴ V jiném rozhovoru uvedla, že pokud by ČNB dříve znala skutečný stav ekonomiky, k intervencím by možná ani nedošlo.

¹¹¹ CVRČEK, Miroslav; KOVANDA, Lukáš. Reflex. *Chceme zpět silnou korunu!* [online]. 27. 10. 2016 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-hlavni-clanky/75510/chceme-zpet-silnou-korunu.html>

¹¹² Řežábek, Pavel. Roklen24. *Nastavili jsme netržní systém a řešíme minulou válku* [online]. 21. 6. 2016 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2016/cl_16_160621_rezabek_roklen.html

¹¹³ VACKOVÁ, Anna. E15. *Pavel Řežábek: Každý člen bankovní rady je jinak citlivý* [online]. 4. 3. 2014 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <http://nazory.e15.cz/rozhovory/pavel-rezabek-kazdy-clen-bankovni-rady-je-jinak-citlivy-1066220?tryMobileVersion=1>

¹¹⁴ BEDNAŘÍK, Radek. Hospodářské noviny. *Česká ekonomika další stimulaci nepotřebuje, oslabení koruny byla chyba, myslí si bývalá členka bankovní rady ČNB Eva Zamrazilová* [online]. 3. 11. 2015 [cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-64819860-ceska-ekonomika-dalsi-stimulaci-nepotrebujeme-oslabeni-koruny-byla-chyba-mysli-si-byvala-clenka-bankovni-rady-cnb-eva-zamrazilova>

Statistiky, které měla banka k dispozici v době zavedení devizových intervencí, se od později zpřesněných dat lišily o více než desetiny. Jako příklad uvedla spotřebu domácností, která údajně meziročně klesla o 1, 2 %. Z aktuálních zpřesněných údajů ovšem vyplývá, že spotřeba domácností v 1. čtvrtletí 2013 neklesala, ale stagnovala. Tato vyšší spotřeba by vedla k vyšší inflaci a riziko hrozící deflace by tak bylo o něco vzdálenější.¹¹⁵

Podle zjištěných dat lze potvrdit výrok Zemana a Klause, kteří tvrdili, že ČNB zasáhla právě v okamžiku, kdy se česká ekonomika začala pomalu oživovat a vstupovala do fáze růstu. Od 2. čtvrtletí 2013 totiž skutečně začala česká ekonomika opět vzrůstat. Mezi prvním a druhým kvartálem vzrostlo HDP meziročně o 0,7 p. b., třetí kvartál potom o dalších 0,8 p. b.

Argument ČNB, že oslabením koruny se podpoří export, investice, zvýší se spotřeba domácností a vzroste zaměstnanost, lze také částečně potvrdit. Devalvace koruny přirozeně přispěla k růstu exportu. Ten se v poslední době stal dokonce největším tahounem ekonomiky. Na investice měly intervence zpočátku také pozitivní vliv. Jejich meziroční tempo vzrostlo ze záporných hodnot na 2 – 3 %. Od roku 2016 však jejich tempo začalo klesat a dostalo se zpět do záporných hodnot. Lze tak potvrdit výrok Pikory a Šichtařové, že postupem času se omezí dovoz technologií a výroba se stane primitivní. K tomuto názoru se přidal i Řežábek, který tvrdí, že postupně dojde k útlumu inovací a modernizace. K oživení české ekonomiky také skutečně došlo. Ovšem jak již bylo zmíněno výše, docházelo k němu už před zavedením intervencí. Intervence pouze tempo růstu HDP trochu zrychlily. Spotřeba domácností od roku 2014 skutečně vzrostla a nyní vykazuje relativně stálý meziroční růst 1,3 %. Byl tak potvrzen předpoklad ČNB, že lidé přestanou odkládat své nákupy a začnou méně spořit. Tento rok zároveň vzrostly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby, což ČNB také avizovala. Co se týče zaměstnanosti osob, ta od roku 2014 skutečně začala růst o něco rychleji.

¹¹⁵ ALIAPULIOS, Janis. Hospodářské noviny. *Kdybychom znali skutečný stav ekonomiky, možná bychom k intervencím vůbec nesáhli, říká Zamrazilová* [online]. 28. 7. 2016[cit. 2016-11-16]. Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-65383000-kdybychom-znali-skutecny-stav-ekonomiky-mozna-bychom-k-intervencim-vubec-nesahli-rika-zamrazilova>

Frankovy obavy, že po ukončení intervencí může po 6 až 9 měsících dojít k recesi, bude možné potvrdit či vyvrátit až v průběhu roku 2018¹¹⁶. Stejně tak výrok Michla, že se ČNB po opuštění kurzového závazku dostane ještě do větší ztráty, než byla před tím, bude možné vyhodnotit až po ukončení intervencí.

Před zavedením intervencí projednávala ČNB svůj záměr s **MMF** a **OECD**. Obě tyto významné světové instituce ČNB v jejím rozhodnutí podpořily. MMF ve své tiskové zprávě uvedl, že pokud bude dlouhodobě očekávaná nízká inflace či dokonce deflace, je třeba, aby ČNB využila další nástroje. V kontextu s cílováním inflace by mohly být účinným nástrojem právě devizové intervence, které okamžitě zvýší cenovou hladinu a posunou inflační očekávání blíž ke stanovenému cíli. Hlavním aspektem intervencí by podle MMF měl být důraz na transparentnost, která by umožnila vytvářet trhu očekávání v souladu s inflačním cílem ČNB a zároveň by tím zefektivnila intervence.¹¹⁷ Vzhledem k nulovým úrokovým sazbám a přebytečné likviditě v bankovním sektoru podpořila ČNB v zahájení devizových intervencí také OECD. Zároveň by podle ní měly devizové intervence trvat tak dlouho, dokud se inflace nedostane zpět do oscilačního pásma (1 - 3 %) a neobnoví se opět účinnost úrokových sazeb.¹¹⁸

A zatímco v ČR se Singerem většinově nesouhlasila, jak laická, tak i odborná veřejnost, v zahraničí byl jeho krok oceněn. Od měsíčníku *The Banker* získal cenu „*Guvernér centrální banky v Evropě pro rok 2014*“.¹¹⁹

Po detailnějším seznámení s daným tématem jsem se ztotožnila s některými kritickými názory citovaných ekonomů. Souhlasím například s Václavem Klausem, že ČNB by měla přehodnotit cílovanou hodnotu inflace ve výši 2 %. S Jáchymem Frankem souhlasím v tom, že ČNB nedokáže svým avizováním o zdražení ovlivnit spotřebitele, aby přestali odkládat své nákupy a více utráceli. Tedy alespoň ne dlouhodobě. Velice také

¹¹⁶ Pokud tedy ČNB dodrží svoje aktuální předpoklady termínu ukončení intervencí.

¹¹⁷ IMF. *Czech Republic – 2013 Article IV Consultation Concluding Statement* [online]. 20. 5. 2013 [cit. 2016-11-2]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/ms/2013/052013.htm>

¹¹⁸ OECD. *Czech Republic* [online]. 2013 [cit. 2016-11-2]. Dostupné z: http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-outlook-volume-2013-issue-1/czech-republic_eco_outlook-v2013-1-15-en##page1

¹¹⁹ BARET, Daniel. Reflex. *Guvernér ČNB Singer byl oceněn za devizové intervence proti koruně* [online]. 4. 1. 2014 [cit. 2016-11-15]. Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/zpravy/53767/guvern-čnb-singer-byl-ocen-en-za-devizove-intervence-proti-korune.html>

sympatizuji s doporučením Lukáše Kovandy, podle něhož by se do celkové inflace měl započítávat i vývoj cen nemovitostí.

6 Závěr

Hlavním důvodem zavedení devizových intervencí bylo hrozící riziko deflace. Česká ekonomika se sice pádu do deflace vyvarovala, hodnoty inflace se ovšem stále pohybují na velice nízké hladině 0,5 %. Ke splnění dvouprocentního cíle má tedy česká inflace stále daleko. Velkou roli na nízké inflaci mají především nízké ceny ropy a potravin. Proti těmto cenám ovšem ČNB bojovat neumí. Svými nástroji umí ovlivnit pouze jádrovou inflaci, ze které jsou právě ceny pohonných hmot a potravin vyřazeny. Je tedy pravděpodobné, že pokud by ČNB nezakročila a nezavedla devizové intervence, inflace by se na nějaký čas propadla do záporných hodnot. Na druhou stranu dopady deflace, byť jsou vnímány negativně, jsou ve skutečnosti diskutabilní.

V komparaci s jinými evropskými státy bylo totiž zjištěno, že země, které si právě prochází deflací, mají v posledních letech velice příznivou situaci na trhu práce a rychleji rostoucí ekonomiku, než země vykazující kladnou inflaci. I česká ekonomika vykazuje od druhého pololetí roku 2013 stálý hospodářský růst, k čemuž do jisté míry právě přispěly i devizové intervence. Posílila se spotřeba domácností, vzrostl export a na krátký čas se i zdražily ceny importu. Na druhou stranu, i v zemích, kde je deflace, došlo k oživení domácí poptávky a spotřeby domácností. Obnovený hospodářský růst české ekonomiky se přirozeně pozitivně promítl i na trhu práce. Snížila se nezaměstnanost, podpořila se zaměstnanost, vznik nových pracovních míst a došlo i ke zvýšení mezd. I když se česká inflace pohybuje na velmi nízkých hodnotách, v porovnání s ostatními evropskými státy, patří ČR mezi země s největší inflací. Z tohoto hlediska lze tedy vyvodit, že intervence svůj účel splnily. Podobně je to i u exportu. ČR patří mezi země, které vykazují nejrychlejší tempo růstu exportu.

Ani po prostudování makroekonomických dat a komparaci české ekonomiky s dalšími evropskými státy však nelze jednoznačně vyhodnotit, zda intervence ovlivnily českou ekonomiku pozitivně či negativně. Nelze totiž určit, jak by se česká ekonomika vyvíjela, pokud by ČNB nezasáhla. Zda by nás skutečně postihla deflace a jak moc ničivé by byly její dopady. Nicméně během sledovaného období nebyl zpozorován žádný nepříznivý vliv intervencí na základní makroekonomické ukazatele. Některé negativní dopady intervencí se ovšem mohou projevit až po dlouhodobějším oslabování koruny

nebo až po ukončení intervencí. To je podle posledních předpokladů ČNB plánováno na druhé pololetí roku 2017.

7 Seznam použitých zdrojů

Tištěné dokumenty:

- BRČÁK, Josef a SEKERKA, Bohuslav. 2010.** *Makroekonomie*. Plzeň : Aleš Čeněk, s.r.o., 2010. ISBN 978-80-7380-245-5.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a TEPLÝ, Petr. 2011.** *Základy financí*. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.
- HŘEBÍK, František. 2013.** *Obecná ekonomie (3. vydání)*. Plzeň : Aleš Čeněk, s.r.o., 2013. ISBN 978-80-7380-467-1.
- JÍLEK, Josef. 2013.** *Finance v globální ekonomie II: Měnová a kurzová politika*. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.
- JÍLEK, Josef. 2004.** *Peníze a měnová politika*. Praha : GRADA Publishing, a.s., 2004. ISBN 80-247-0769-1.
- JUREČKA, Václav a kol., a. 2010.** *Makroekonomie*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. ISBN 978-80-247-3258-9.
- KALÍNSKÁ, Emilie a kol., a. 2010.** *Mezinárodní obchod v 21. století*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. ISBN 978-80-247-3396-8.
- KLAUS, Václav.** *Byla deflace opravdu hrozbou?* Praha : Institut Václava Klause, 2014. ISBN 978-80-87806-04-3.
- MANDEL, Martin a DURČÁKOVÁ, Jaroslava. 2016.** *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha : Management Press, s.r.o., 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.
- MEJSTRÍK, Michal, PEČENÁ, Magdalena a TEPLÝ, Petr. 2014.** *Bankovníctví v teorii a praxi*. Praha : Karolinum, 2014. ISBN 978-80-246-2870-7.
- NEUMANN, Pavel, ŽAMBERSKÝ, Pavel a JIRÁNKOVÁ, Martina. 2010.** *Mezinárodní ekonomie*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2010. ISBN 978-80-247-3276-3.
- PTATSCHEKOVÁ, Jitka a DITRICHOVÁ, Jaroslava. 2013.** *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2013. ISBN 978-80-247-4681-4.
- REJNUŠ, Oldřich. 2014.** *Finanční trhy (4. vydání)*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2014. ISBN 978-80-247-3671-6.
- REVENDA, Zbyněk. 2011.** *Centrální bankovníctví (3. vydání)*. Praha : Management Press, s.r.o., 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- REVENDA, Zbyněk. 2010.** *Peníze a zlato*. Praha : Management Press, s.r.o., 2010. ISBN 978-80-7261-214-7.

- REVENDA, Zbyněk, a další. 2014.** *Peněžní ekonomie a bankovníctví (5. vydání)*. Praha : Management Press, s.r.o., 2014. ISBN 978-80-7261-279-6.
- ŘEŽÁBEK, Pavel. 2010.** *Menová politika a její interakce s politikou fiskální*. Praha : Karolinum, 2010. 978-80-246-1894-4.
- ŠOBA, Oldřich, ŠIRŮČEK, Martin a PTÁČEK, Roman. 2013.** *Finanční matematika*. Praha : Grada Publishing, a.s., 2013. ISBN 978-80-247-4636-4.
- TAUŠER, Josef. 2007.** *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*. Praha : Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1165-8.

Elektronické dokumenty:

- ALIAPULIOS, Janis.** Kdybychom znali skutečný stav ekonomiky, možná bychom k intervencím vůbec nesáhli, říká Zamrazilová. *Hospodářské noviny*. [Online] 28. 7. 2016. [Citace: 16. 11. 2016.] Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-65383000-kdybychom-znali-skutecny-stav-ekonomiky-mozna-bychom-k-intervencim-vubec-nesahli-rika-zamrazilova>.
- BARET, Daniel.** Guvernér Singer byl oceněn za devizové intervence proti koruně. *Reflex*. [Online] 4. 1. 2014. [Citace: 15. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/zpravy/53767/guverner-cnb-singer-byl-ocenen-za-devizove-intervence-proti-korune.html>.
- BEDNAŘÍK, Radek.** Česká ekonomika další stimulaci nepotřebuje, oslabení koruny byla chyba, myslí si bývalá členka bankovní rady ČNB Eva Zamrazilová. *Hospodářské noviny*. [Online] 3. 11. 2015. [Citace: 16. 11. 2016.] Dostupné z: <http://byznys.ihned.cz/c1-64819860-ceska-ekonomika-dalsi-stimulaci-nepotrebuje-oslabeni-koruny-byla-chyba-mysli-si-byvala-clenka-bankovni-rady-cnb-eva-zamrazilova>.
- BENDA, Vojtěch.** Měnová politika ČNB a scénáře jejího návratu k normálu. *Česká národní banka*. [Online] 13. 9. 2016. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/benda_160913_cityfinance.pdf
- CVRČEK, Miroslav a KOVANDA, Lukáš.** Chceme zpět silnou korunu! *Reflex*. [Online] 27. 10. 2016. [Citace: 16. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-hlavni-clanky/75510/chceme-zpet-silnou-korunu.html>.
- CVRČEK, Miroslav.** Kdy podle vás dojde k ukončení intervencí ČNB, případně uvolnění kursu? Jak a proč? *Reflex*. [Online] 27. 10. 2016. [Citace: 15. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-hlavni-clanky/75509/kdy-podle-vas-dojde-k-ukonceni-intervenci-cnb-pripadne-uvolneni-kursu-jak-a-proc.html#>.

- CVRČEK, Miroslav.** Klaus versus Singer: Polemika bývalého prezidenta s guvernerem čnb ohledně oslabení české měny. *Reflex*. [Online] 21. 11. 2016. [Citace: 16. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-hlavni-clanky/52930/klaus-versus-singer-polemika-byvaleho-prezidenta-s-guvernerem-cnb-ohledne-oslabeni-ceske-meny.html>.
- ČÁPOVÁ, Hana.** Partie guvernera Singera. *Respekt*. [Online] 17. 11 2013. [Citace: 16. 11 2016.] Dostupné z: <https://www.respekt.cz/tydenik/2013/47/partie-guvernera-singera?issueId=42243>.
- ČNB.** Česká národní banka. [Online] 2003 - 2016. [Citace: 10. 10. 2016.] Dostupné z: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>.
- ČNB.** Co to je nominální a reálný měnový kurz? *Česká národní banka*. [Online] 2016c. [Citace: 10. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_nominalni_a_realny_menovyy_kurz.html.
- ČNB.** Důvody a přínosy oslabení koruny - nejčastější otázky a odpovědi. *Česká národní banka*. [Online] 2016c. [Citace: 16. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html.
- ČNB.** Komentáře ČNB ke zveřejněným statistickým údajům o inflaci a HDP. [Online] 2016c. [Citace: 18. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/stanoviska/.
- ČNB.** Měnový kurz jako nástroj měnové politiky - nejčastější otázky a odpovědi. *Česká národní banka*. [Online] 2016c. [Citace: 11. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovyy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html.
- ČNB. FILÁČEK, Jan.** Devizové rezervy a devizové intervence. *ČNB pro všechny*. [Online] 2016c. [Citace: 11. 10. 2016.] Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_12.html.
- ČSÚ.** Průměrná mzda a evidenční počet zaměstnanců - Metodika. *Český statistický úřad*. [Online] 19. 2. 2015. [Citace: 25. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/1-pmz_m.
- ČSÚ.** Český statistický úřad. [Online] 2016. [Citace: 30. 10. 2016.] Dostupné z: <https://www.czso.cz/>.
- DUBSKÁ, Drahomíra a kol.,** Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014. *Český statistický úřad*. [Online] 2015. [Citace: 20. 10. 2016.] Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/27285583/320193-14q4a.pdf/23b754fc-678c-405c-9648-f984717339ac?version=1.0>
- EUROSTAT.** [Online] 2016c. [Citace: 10. 11. 2016.] Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat>.
- FILÁČEK, Jan.** ČNB pro všechny. *Devizové rezervy a devizové intervence*. [Online] [Citace: 11. 10. 2016.] Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_12.html.

- FRANK, Jáchym.** Frank (ČSSD): Omyl devizové intervence ČNB část I. - mýty a fakta o deflaci. *Parlamentní listy*. [Online] 9. 1. 2014. [Citace: 2. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Frank-CSSD-Omyl-devizove-intervence-CNB-cast-I-myty-a-fakta-o-deflaci-299165>.
- FRANK, Jáchym.** Frank (ČSSD): Omyl devizové intervence ČNB, část II. - iluze snížení kurzu. *Parlamentní listy*. [Online] 11. 1. 2014. [Citace: 2. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Frank-CSSD-Omyl-devizove-intervence-CNB-cast-II-iluze-snizeni-kurzu-299662>.
- FRANK, Jáchym.** Frank (ČSSD): Omyl devizové intervence ČNB, část III. - ekonomický růst, nebo recese? *Parlamentní listy*. [Online] 27. 1. 2014. [Citace: 2. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.parlamentnilisty.cz/politika/politici-volicum/Frank-CSSD-Omyl-devizove-intervence-CNB-cast-III-ekonomicky-rust-nebo-recese-301058>.
- GUS.** Central Statistical Office of Poland. [Online] 1995 - 2016. [Citace: 12. 11. 2016.] Dostupné z: <http://stat.gov.pl/en/>.
- HOLANOVÁ, Tereza.** Deflace nemusí být strašákem, ukazuje příklad z Polska. *Aktuálně.cz*. [Online] 23. 3. 2015. [Citace: 31. 10. 2016.] Dostupné z: <http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/deflace-nemusi-byt-strasakem-ukazuje-priklad-z-polska/r~0a4bbf8eccc211e4ad630025900fea04/>.
- IMF.** Czech Republic - 2013 Article IV Consultation Concluding Statement. *International Monetary Fund*. [Online] 20. 5. 2013. [Citace: 2. 11. 2016.] Dostupné z: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/52/mcs052013>
- KAMENICKÝ, Jiří a kol.** Vývoj ekonomiky České Republiky v 1. pololetí 2016. *Český statistický úřad*. [Online] 2016. [Citace: 20. 10. 2016.] Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-1-pololeti-2016>.
- KAMENICKÝ, Jiří a kol.** Vývoj ekonomiky České Republiky v roce 2015. *Český statistický úřad*. [Online] 2016. [Citace: 20. 10. 2016.] Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-4-ctvrtleti-2015>.
- KLAUS, Václav.** Odpovědi Václava Klause na anketu týdeníku Reflex o devizových intervencích ČNB. *Klaus.cz*. [Online] 19. 11. 2015. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.klaus.cz/clanky/3843>.
- KOHOUT, Pavel.** Tak tedy znovu: Dobrá a špatná deflace. *Peníze.cz*. [Online] 4. 12. 2013. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.penize.cz/kurzy-men/276856-tak-tedy-znovu-dobra-a-spatna-deflace>.
- KRÁL, Petr.** Kurz jako nástroj měnové politiky ČNB: Retrospektiva a aktuální výhled. *Česká národní banka*. [Online] 18. 10. 2016. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/kral_20161018_csob.pdf.

- KSH.** Hungarian Central Statistical Office. [Online] 2016. [Citace: 13. 11. 2016.] Dostupné z: http://www.ksh.hu/externaltrade_statistics.
- KULHAVÁ, Kamila.** Měnová politika při nulových úrokových sazbách. *Metodický portál.* [Online] 5. 8. 2014. [Citace: 16. 10. 2016.] Dostupné z: http://wiki.rvp.cz/Kabinet/Ucebni_texty/%C4%8Clov%C4%9Bk_a_spole%C4%8Dnost_m%C4%9Bnov%C3%A1_politika/15._M%C4%9Bnov%C3%A1_politika_p%C5%99i_nulov%C3%BDch_%C3%BArokov%C3%BDch_sazb%C3%A1ch.
- KULHAVÁ, Kamila.** Měnová politika při nulových úrokových sazbách. *ČNB pro všechny.* [Online] 2016c. [Citace: 11. 10. 2016.] Dostupné z: http://www.cnbprovsechny.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_clanky/mp_15.html.
- KULHAVÁ, Kamila.** Metodický portál inspirace a zkušenosti učitelů. *Měnová politika při nulových úrokových sazbách.* [Online] 5. 8. 2014. [Citace: 10. 16. 2016.] Dostupné z: http://wiki.rvp.cz/Kabinet/Ucebni_texty/%C4%8Clov%C4%9Bk_a_spole%C4%8Dnost_m%C4%9Bnov%C3%A1_politika/15._M%C4%9Bnov%C3%A1_politika_p%C5%99i_nulov%C3%BDch_%C3%BArokov%C3%BDch_sazb%C3%A1ch.
- MICHL, Aleš.** Ukončete intervence, škodí ekonomice. *Hospodářské noviny.* [Online] 11. 9 2015. [Citace: 15. 11. 2016.] Dostupné z: <http://archiv.ihned.cz/c1-64581670-ukoncete-intervence-skodi-ekonomice>.
- NBP.** Monetary Policy. *Narodowy Bank Polski.* [Online] 2016c. [Citace: 31. 10. 2016.] Dostupné z: http://www.nbp.pl/home.aspx?f=/polityka_pieniezna/polityka_pieniezna.html.
- NĚMEČEK, Josef.** Pikora k ČNB: Pár měsíců přesvědčování, pak prudký zlom. *Roklen24.* [Online] 3. 8. 2015. [Citace: 15. 11. 2016.] Dostupné z: <http://roklen24.cz/a/w5Lpk/pikora-k-cnb-par-mesicu-presvedcovani-pak-prudky-zlom>.
- OECD.** Czech Republic. *OECD.* [Online] 2013. [Citace: 2. 11. 2016.] Dostupné z: http://www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics/oecd-economic-outlook-volume-2013-issue-1/czech-republic_eco_outlook-v2013-1-15-en##page1.
- OECD.** Economic Survey of Poland. *OECD.* [Online] 2016c. [Citace: 10. 11. 2016.] Dostupné z: <https://www.oecd.org/poland/>.
- Roklen24.** Švýcarský vzor měnové politiky padl. ČNB chce být lepší. *Echo24.cz.* [Online] 28. 1. 2015. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: <http://echo24.cz/a/iHb8G/svycarsky-vzor-menove-politiky-padl-cnb-chce-byt-lepsi>.
- Roklen24.** Nastavili jsme netržní systém a řešíme minulou válku. *Roklen24.* [Online] 21. 6 2016. [Citace: 16. 11. 2016.] http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2016/cl_16_160621_r ezabek_roklen.html.

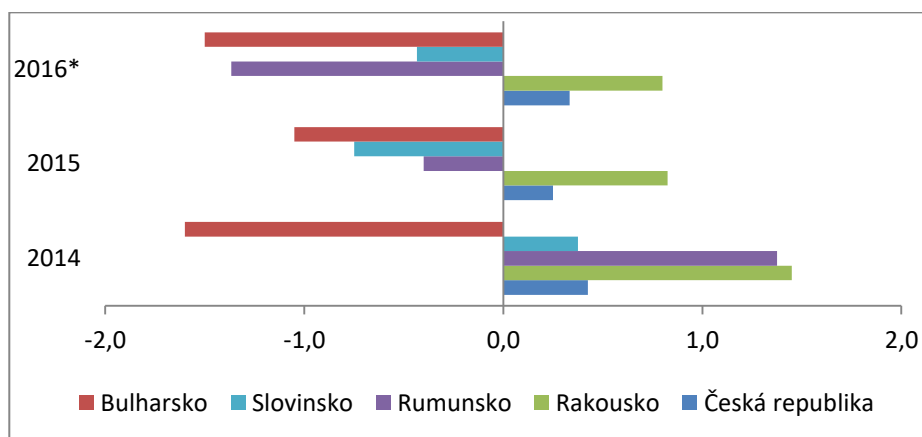
- SINGER, Miroslav.** Česká ekonomika na cestě k oživení a měnová politika ČNB. *Česká národní banka*. [Online] 26. 5. 2014. [Citace: 12. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konferen ce_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20140526_ey.pdf
- SINGER, Miroslav.** Měnová politika ČNB a vývoj české ekonomiky. *Česká národní banka*. [Online] 16. 6. 2016. [Citace: 15. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konferen ce_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20150616_Citibank.pdf
- ŠICHTAŘOVÁ, Markéta.** 24 korun za euro. *Reflex*. [Online] 12. 11. 2015. [Citace: 15. 11. 2016.] Dostupné z: <http://www.reflex.cz/clanek/placena-zona-archiv-reflexe/67363/24-korun-za-euro.html>.
- ŠÚSR.** Statistical Office of the Slovak Republic. [Online] 2016. [Citace: 12. 11. 2016.] Dostupné z: https://slovak.statistics.sk/wps/portal/ext/home!/ut/p/b1/04_Sj9CPYkssy0xPLMnMz0vMAfGjzOIDzT0tnJwMHQ0s_IJcDTxDHAPcg7xMDA1MTIEKIoEKDHAARwNC-sP1o8BKnN0dPUzMfQwMLHzcTQ08HT1CgywDjY0NHI2hCvBY4eeRn5uqX5AbYZBl4qgIAL9TbiU!/dl4/d5/L0IDUmlTUSEhL3dHa0FKRnNBLzRKVXFDQ.
- TOMŠÍK, Vladimír a VLČEK, Jan.** Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace. *Česká národní banka*. [Online] 17. 3. 2015. [Citace: 16. 10. 2016.] Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_1503_17_tomsik_bankovnictvi.html.
- VACKOVÁ, Anna.** Pavel Řežábek: Každý člen bankovní rady je jinak citlivý. *E15*. [Online] 4. 3. 2014. [Citace: 16. 11. 2016.] Dostupné z: <http://nazory.e15.cz/rozhovory/pavel-rezabek-kazdy-clen-bankovni-rady-je-jinak-citlivy-1066220?tryMobileVersion=1>.
- VisegradGroup.** Historie V4. *Visegrad Group*. [Online] 2015c. [Citace: 11. 11. 2016.] <http://www.visegradgroup.eu/historie>.
- ZEMAN, Miloš.** Zeman: ČNB úmyslně oslabila korunu, aby oddálila euro a nepřišla o kompetence. *Novinky.cz*. [Online] 21. 8. 2012. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: <https://www.novinky.cz/ekonomika/345609-zeman-cnb-umyslne-oslabila-korunu-aby-oddalila-euro-a-neprišla-o-kompetence.html>.
- ZEMAN, Miloš.** Zeman: Intervence ČNB ještě nikdy ničemu neprospěly. *E15*. [Online] 11. 11. 2013. [Citace: 1. 11. 2016.] Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zeman-intervence-cnb-jeste-nikdy-nicemu-neprospely-1037114>.

8 Přílohy

Součástí příloh diplomové práce je komparace České Republiky s dalšími vybranými evropskými státy, kam patří – Slovinsko, Bulharsko, Rumunsko a Rakousko.

Na grafu 29 můžeme pozorovat rozdíly ve vývoj inflace v letech 2014 – 2016 v jednotlivých státech.

Graf 31 Vývoj míry inflace ve vybraných evropských zemích v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)

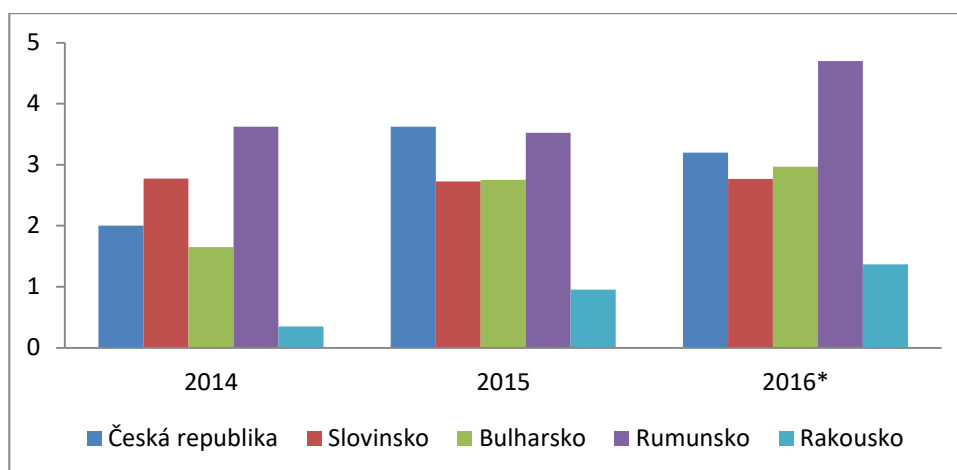


* údaje za první 3. čtvrtletí roku

Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

Z výše vybraných evropských zemí má za sledované období nejvyšší průměrnou inflaci Rakousko (1 %). ČR vykazuje průměrnou inflaci menší o 0,7 p. b. (tj. 0,3 %). Zbylé státy se nachází v deflaci. Nejhůře je na tom Bulharsko, jehož průměrný roční pokles cen je 1,4 %. Rozdíl mezi českou a bulharskou inflací je více jak 1 p. b. Slovinsko začíná svou deflaci snižovat a pomalu se vrací do kladných hodnot. Rumunsko naopak svoji deflaci v posledním roce prohlubuje.

Graf 32 Vývoj HDP ve vybraných evropských zemích v letech 2014 - 2016 (meziročně v %)

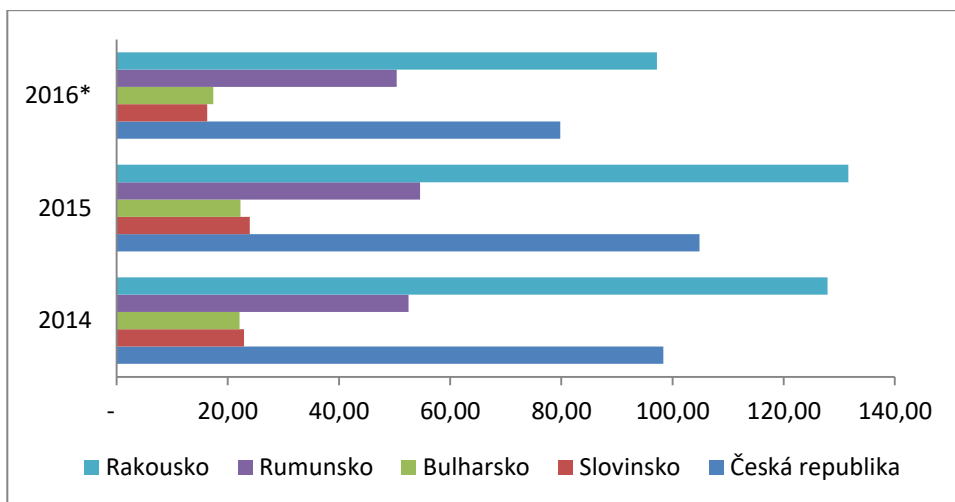


* údaje za první 3. čtvrtletí roku

Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

I v komparaci zemí na grafu č. 31 dochází k paradoxům. Bulharsko, které se z vybraných států nachází v nejhlubší deflaci, vykazuje nejrychlejší ekonomický růst. Tempo růstu HDP Bulharska se ve sledovaném období zvýšilo o 1,3 p. b. Podobně je na tom i Rumunsko, které v posledním roce zvýšilo tempo růstu HDP o 1,2 p. b., ačkoliv se propadlo do hlubší deflace. Naopak Rakousko, které z vybraných zemí dosahuje nejvyšších hodnot inflace, vykazuje nejnižší růst HDP. Průměrné tempo růstu HDP Rakouska činí necelé 1 %. Co se týče ČR, ta se se svým průměrným HDP 2,9 % řadí v této skupině na 2. místo za Rumunsko (3,9 %). Slovinsko vykazuje ve sledovaném období relativně stálé tempo růstu HDP 2,8 %.

Graf 33 Vývoj exportu ve vybraných evropských zemích v letech 2014 - 2016 (v mld. EUR)



* údaje za první 3. čtvrtletí roku

Zdroj: Eurostat, vlastní zpracování

V porovnání s ostatními vybranými evropskými státy je na tom ČR, co se týče meziročního růstu exportu se svými 6,6 % nejlépe. Z hlediska objemu, je roční export Rakouska zhruba o 30 mld. EUR větší než export ČR. Rumunsko ročně vyveze zboží a služby za více jak 50 mld. EUR. Podle předběžných údajů to vypadá, že letos export Rumunska vzroste o více jak 10 %, neboť už po 3. čtvrtletí 2016 se hodnota vývozu pohybuje kolem běžné roční úrovně. Export Slovinska a Bulharska se pohybuje kolem 20 mld. EUR, což je pětkrát menší hodnota exportu než vykazuje ČR.