

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Bakalářská práce

Vyhodnocení kurzového závazku ČNB

Dominika Böhmová

© 2018 ČZU v Praze

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

Dominika Böhmová

Provoz a ekonomika

Název práce

Vyhodnocení kurzového závazku ČNB

Název anglicky

Evaluation of exchange rate policy of the Czech National Bank

Cíle práce

Hlavním cílem práce je vyhodnotit dopady vyhlášeného kurzového závazku jako jednoho z regulačních nástrojů měnové politiky České národní banky. Dílčími cíli práce jsou vytvoření teoretického zázemí problematiky devizových intervencí a provedení analýzy vývoje devizových rezerv ČNB.

Metodika

V teoretické části je na základě studia odborné literatury vytvořen přehled řešené problematiky s důrazem na vymezení dopadů kurzových intervencí. V praktické části je proveden rozbor dopadů kurzového závazku pro různé sektory a subjekty tuzemské ekonomiky. Na základě provedeného rozboru jsou v souladu s hlavním cílem práce určeny nejvýznamnější dopady kurzové politiky ČNB a formulovány relevantní závěry práce.

Doporučený rozsah práce

30 – 40 stran

Klíčová slova

Česká národní banka, Česká republika, devizové intervence, devizové rezervy, devizový kurz, kurzová politika, kurzový závazek, měnová politika.

Doporučené zdroje informací

- JÍLEK, Josef. Finance v globální ekonomice. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.
- MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. Mezinárodní finance a devizový trh. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.
- POLOUČEK, Stanislav. Bankovnictví. V Praze: C.H. Beck, 2006. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 80-7179-462-7.
- POLOUČEK, Stanislav. Peníze, banky, finanční trhy. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.
- REVENDA, Zbyněk. Centrální bankovnictví. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- REVENDA, Zbyněk, Martin MANDEL, Jan KODERA, Petr MUSÍLEK a Petr DVORÁK. Peněžní ekonomie a bankovnictví. 5., aktualizované vydání – dotisk. Praha: Management Press, 2014. ISBN 978-80-7261-279-6.

Předběžný termín obhajoby

2017/18 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Pavel Srbek

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 11. 1. 2018

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 12. 1. 2018

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 13. 03. 2018

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou bakalářskou práci "Vyhodnocení kurzového závazku ČNB" jsem vypracovala samostatně pod vedením vedoucího bakalářské 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 bakalářské práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 15.03.2018

Poděkování

Ráda bych touto cestou poděkovala Ing. Pavlu Srbkovi za jeho ochotu, vstřícný přístup a odborné znalosti, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce.

Vyhodnocení kurzového závazku ČNB

Abstrakt

Primárním cílem této bakalářské práce je vyhodnotit účinnost kurzového závazku České národní banky z listopadu roku 2013, za pomoci vybraných makroekonomických ukazatelů České republiky. V teoretické části práce je nejdříve popsána role centrální banky a její funkce s užším zaměřením na měnovou politiku a její nástroje. Zvláštní pozornost je zde věnována klíčovému nástroji, a to devizovým intervencím, které tvoří podstatnou část vlastního zpracování. Vlastní práce v úvodu nastiňuje stav české ekonomiky před rokem 2013, který vedl Českou národní banku k rozhodnutí o využití devizových intervencí, jako nástroje měnové politiky. Práce dále zkoumá vliv devizových intervencí na makroekonomických ukazatelích, především inflaci, HDP, nezaměstnanosti a exportu, v čase působení kurzového závazku, a po jeho ukončení. Práce je zakončena zhodnocením úspěšnosti kurzového závazku na základě stanovených cílů České národní banky.

Klíčová slova: Česká národní banka, kurzový závazek, měnová politika, inflace, devizové rezervy, HDP, Česká republika, měna, úrokové sazby, export,

Evaluation of exchange rate policy of the Czech National Bank

Abstract

The primary goal of this bachelor thesis is to evaluate the effectiveness of the exchange rate of Czech National bank until the year 2013. In this year, the bank has made the crucial decision to use the foreign exchange intervention as a tool of the monetary policy. The theoretical part of the thesis begins with the description of the role of the central bank and its function, with main focus on the monetary policy and its tools. The foreign exchange intervention is particularly highlighted as a key tool in the practical part of the thesis. The beginning of the second part describes the state of Czech economy before the year 2013, which resulted in the decision of the national bank to use the foreign exchange intervention as a tool of the monetary policy. The thesis further investigates the influence of the foreign exchange intervention on the macroeconomic indicators, such as inflation, GDP, unemployment and export. This influence is measured during the time the exchange rate came into force and after its end. To bring it all together, the final part of the thesis evaluates the success of the exchange rate, based on the goals defined by the national bank.

Keywords: Czech National bank, exchange rate, monetary policy, inflation, foreign exchange reserves, GDP, Czech Republic, currency, interest rate, export

Obsah

1 Úvod.....	10
2 Cíl práce a metodika	11
3 Teoretická východiska	12
3.1 Centrální banka a její funkce.....	12
3.2 Měnová politika	16
3.2.1 Cíle měnové politiky.....	17
3.2.2 Nástroje měnové politiky.....	17
3.2.3 Devizové intervence	20
3.3 Devizový trh.....	22
3.3.1 Klasifikace devizového trhu	22
3.3.2 Měnový kurz.....	25
3.3.3 Systémy měnových kurzů.....	26
3.3.4 Devizové rezervy	28
4 Vlastní práce.....	29
4.1 Důvody zahájení kurzového závazku.....	29
4.1.1 Rozhodnutí bankovní rady.....	31
4.2 Vyhodnocení ekonomické situace po přijetí kurzového závazku	32
4.2.1 Kurz české koruny	32
4.2.2 Devizové rezervy	33
4.2.3 Inflace	35
4.2.4 HDP	36
4.2.5 Nezaměstnanost	37
4.2.6 Export.....	38
4.3 Kritika kurzového závazku	41
4.4 Ukončení Kurzového závazku	42
4.4.1 Vývoj kurzu koruny po ukončení kurzového závazku	42
4.4.2 Vývoj úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku.....	43
4.4.3 Vývoj nezaměstnanosti po ukončení kurzového závazku	44
4.4.4 Vývoj inflace po ukončení kurzového závazku.....	45
4.4.5 Vývoj HDP po ukončení kurzového závazku.....	45
5 Zhodnocení	47
6. Závěr	49
7. Seznam použitých zdrojů	50

Seznam obrázků

Obrázek 1 Operace na volném trhu

Obrázek 2 Klasifikace devizového trhu

Seznam grafů

Graf 1 Růst HDP v letech 2007–2013

Graf 2 Základní úrokové sazby ČNB

Graf 3 Inflace očištěná od primárních vlivů daní

Graf 4 Vývoj kurzu koruny vůči euru

Graf 5 Vývoj inflace v letech 2010-2016 (průměrný index spotřebitelských cen)

Graf 6 Struktura inflace (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

Graf 7 HDP (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)

Graf 8 Vývoj nezaměstnanosti v letech 2010-2016

Graf 9 Zahraniční obchod v letech 2010-2016

Graf 10 Tempo růstu reálného vývozu a zahraniční poptávky

Graf 11 Vývoj kurzu po ukončení kurzového závazku

Graf 12 Vývoj úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku

Graf 13 Vývoj nezaměstnanosti po ukončení kurzového závazku

Graf 14 Vývoj inflace po ukončení kurzového závazku

Graf 15 Příspěvky k meziročnímu reálnému růstu HDP (očištěno od dovozu pro konečné užití)

Seznam tabulek

Tabulka 1 Měsíční objem intervencí ČNB

Tabulka 2 Stav devizových rezerv

Tabulka 3 Volná pracovní místa v letech 2010-2016

Tabulka 4 Volná pracovní místa po ukončení kurzového závazku

1 Úvod

Centrální banky mají v dnešní době nezastupitelnou roli v bankovním systému. V České republice je ústředním orgánem, který se stará o měnovou politiku a dohled nad obchodními bankami, Česká národní banka. Jejím hlavním úkolem je péče o cenovou stabilitu, kterou zajišťuje pomocí svých měnověpolitických nástrojů, nejčastěji základními úrokovými sazbami.

Česká národní banka je institucí kompetentní k řešení krizí na finančním trhu a toho také využila, když v roce 2008 a 2009 zasáhla svět velká finanční krize, která měla negativní dopady na ekonomiky mnoha zemí. V České republice došlo k propadu hospodářství o 4 %. Česká národní banka se snažila tyto dopady odvrátit snižováním úrokových sazeb. Po dvou letech mírného růstu přišla další rána, a to dluhová krize v eurozóně. V evropských zemích začal působit strach z deflačního tlaku, a to včetně naší země.

Úrokové sazby se dostaly na úroveň technické nuly a jejich další snižování do záporných hodnot nebylo možné, proto se na základě pečlivého zvážení bankovní rada rozhodla pro využití měnového kurzu, který je pro Českou republiku mnohem účinnějším nástrojem než například nákup státních dluhopisů.

Primárním cílem kurzového závazku České národní banky bylo odvrátit riziko deflace a dosáhnout stanoveného 2% inflačního cíle. Oslabení koruny na hranici 27 Kč/euro mělo podpořit české dovozce a tím i rychleji oživit ekonomiku, tím pádem se může Česká národní banka vrátit ke svým hlavním, měnovým nástrojům. Rostoucí hospodářství také podporuje trh práce. Snižuje nezaměstnanost a vytváří nové pracovní příležitosti.

2 Cíl práce a metodika

Hlavním cílem této bakalářské práce je vyhodnotit účinnost kurzového závazku České národní banky z listopadu roku 2013 za pomoci vybraných makroekonomických ukazatelů České republiky a porovnat s cíli kurzového závazku, které si Česká národní banka stanovila.

Teoretická část je zpracována na základě studia odborné literatury, internetových zdrojů a publikací České národní banky. Nejprve je definována role centrální banky a vymezení jejích funkcí. Následující kapitola se podrobněji zabývá jednou ze stěžejních funkcí centrální banky, a to měnovou politikou, dále se věnuje jejím cílům a nástrojům, jimiž je měnová politika prováděna. Detailněji se zaměřuje na klíčový nástroj, a to devizové intervence, které jsou stěžejní pro vlastní práci. Poslední kapitola teoretické části je zaměřená na devizový trh a jeho vymezení. Jsou zde popsány základní kurzové režimy a formulace kurzu jako takového. Nechybí zde ani seznámení s devizovými rezervami.

Primárním zdrojem pro vytvoření vlastní části je zpracování informací zveřejněných Českou národní bankou a Českým statistickým úřadem na jejich webových stránkách. Podkladové údaje se týkají především předpokladů pro devizovou intervenci České národní banky a makroekonomických ukazatelů, a to konkrétně hrubého domácího produktu, inflace, nezaměstnanosti a exportu, jako stěžejních ukazatelů vyspělosti a vývoje ekonomiky státu. Získaná data byla následně doplněna o odborné články týkající se dané problematiky.

Hlavní náplní vlastního zpracování je poté rozbor jednotlivých makroekonomických ukazatelů v čase působení devizových intervencí České národní banky. Součástí práce jsou zároveň názory ekonomů, konkrétně bývalého a současného prezidenta České republiky, vystihující jejich postoje ke zpracovávané tématice. Následně je zahrnuto zhodnocení ekonomické situace po ukončení devizových intervencí České národní banky a na základě toho vyhodnoceno, zda výsledný efekt odpovídá cílům stanovým Českou národní bankou

3 Teoretická východiska

3.1 Centrální banka a její funkce

Bankovní systém můžeme formulovat jako systém skládající se z centrální banky (ČNB) a ostatních obchodních bank vykonávajících svou činnost na daném území (Rejnuš, 2016).

Ve světě se můžeme setkat s odlišnými druhy bankovních systémů. Zaměříme-li se však pouze na ekonomicky rozvinuté země a jejich bankovní systém můžeme shledat vždy společný znak v existenci centrální banky, jejíž pravomoci se mohou odlišovat. (Rejnuš, 2016).

V zemích s vyspělou ekonomikou mluvíme o tzv. dvoustupňovém bankovním systému, v němž centrální banka zabezpečuje regulaci a dozor, které jsou legislativně vymezeny v daném rozsahu a formě, nad všemi obchodními bankami v daném bankovním systému. Obchodní banky pak mohou uskutečňovat bankovní obchody a služby samostatně svým klientům (Rejnuš, 2016).

Centrální banka je finanční institucí relativně nezávislou na rozhodování státu a vlády. Mezi její hlavní cíle patří měnová politika, emise bankovek a mincí a dlouhodobé zajištění cenové stability (Rejnuš, 2016).

Činnosti, které provádějí centrální banky, jsou v rozvinutých zemích téměř totožné. Podle Revendy (2001) lze funkce Centrální banky shrnout do dvou základních:

1. Mikroekonomické

- Regulace a dohled bankovního systému
- Banka bank
- Banka státu (vlády)
- Reprezentace státu v měnové oblasti

2. Makroekonomické

- Emise hotovostních bankovek
- Měnová politika
- Devizová činnost

Regulace a dohled bankovního systému

Pro systém dvoustupňového bankovníctví je typické, že první stupeň nebo-li centrální banka reguluje činnost druhého stupně, tj. obchodní banky, a to především v koncipování a prosazování pravidel jejich činností. Dohled nad druhým stupněm je v mnoha zemích také zajištěný centrální bankou, která dodržování stanovených pravidel kontroluje, jak tvrdí Revenda (2001): „*Hlavním cílem regulace a dohledu bank je podpora efektivnosti, spolehlivosti a bezpečnosti fungování bankovního systému v zemi.*“

Banka bank

V rámci této funkce Banka bank uvádí Černohorský a Teplý (2011) tyto základní služby, které vykonává centrální banka:

- přijímá vklady od bank
- poskytuje bankám úvěry
- realizuje platební styky mezi nimi

Snadno bychom mohli říct, že služby skýtané Českou národní bankou ostatním obchodním bankám jsou shodné s těmi, jež banky poskytují svým klientům (Černohorský a Teplý, 2011).

Vklady od bank lze rozdělit na povinné – ve formě povinných minimálních rezerv, které jsou dané minimálním procentem a na dobrovolné přesahující rozsah povinných. Tyto dobrovolné rezervy následně zaopatřují dosti velké množství peněžních prostředků pro provedení platebních styků (Černohorský a Teplý, 2011).

Další ze služeb centrální banky je možnost poskytování úvěrů bankám za relativně malý úrok formou bezhotovostních peněz. Centrální banka může také fungovat jako tzv. „*věřitel poslední instance*“ (Černohorský a Teplý, 2011) tj. v případě, kdy je půjčka od centrální banky brána jako poslední možnost obchodních bank obdržet finanční zdroje, potýká-li se banka s finančními problémy (Černohorský a Teplý, 2011).

Realizace platebních styků – u centrální banky vlastní jiné banky otevřené účty, na nichž se zachycují pohyby plateb od ostatních bank. Clearing, tj. „*realizace mezibankovních platebních styků a zúčtování plateb mezi nimi.*“ (Černohorský a Teplý, 2011) může ze zákona v České republice vykonávat pouze Česká národní banka na rozdíl od jiných vyspělých zemí, kde clearing mohou zajišťovat ostatní, zpravidla velké banky. **Banka státu**

Centrální banka ve funkci banka státu pro orgány daného státu, jimiž jsou – centrální orgány, orgány místní moci a správy, některé korporace veřejného sektoru, a hlavně pro vládu spravují účty a vykonávají některé operace (Revenda, 2001).

V zemích, kde centrální banka nepředstavuje samostatného vykonavatele měnové politiky, může tato funkce obsahovat i povinnost na základě rozhodnutí vlády uskutečňovat záměry v měnové politice (Revenda, 2001).

Podle Revendy (2001) do této funkce dále patří:

- správa státního dluhu – úkony související s poskytováním a splácením úvěrů státu (vládě, popřípadě veřejnému sektoru), platbou úroků, vydáváním pokladničních poukázek a obligací (včetně emise na zahraničních trzích). Tato úloha může být svěřena i jiným institucím.
- poskytování úvěrů státnímu rozpočtu – centrální banka může poskytovat úvěr státu, avšak za podmínky úpisu cenných papírů a jejich následné situování na peněžní a kapitálovém trhu. Bez této podmínky centrální banka nemůže přímo úvěrovat stát, neboť je toto jednání zákonem zakázáno, popřípadě výrazně limitováno.
- pokladní plnění státního rozpočtu – Podle Revendy (2001) zahrnuje „*vedení účtů, inkasa a úhrady a další operace, které souvisejí s běžným hospodařením státního rozpočtu v daném roce.*“ I ve státním rozpočtu, který byl navrhnout vyrovnaně či dokonce přebytkově nastávat krátkodobě během plnění k časovému předčení výdajů nad příjmy. I za takovéto situace je třeba krýt schodek emisemi cenných papírů, avšak v tomto případě jsou nástrojem krytí krátkodobé pokladniční poukázky.

V České republice pokladní plnění státního rozpočtu zabezpečuje Česká národní banka na rozdíl od některých zemí, kde tuto činnost národní banky neobstarávají. O centrálních bankách se často hovoří jako o tzv. „Fiskálních agentech vlád“ ve spojení s vykonáváním správy státního dluhu a pokladním plněním státního rozpočtu.

Reprezentace státu v měnové oblasti

V rámci této funkce se stává centrální banka reprezentantem státu vůči zahraničním záležitostem týkajících se měnové politiky. Zároveň reprezentuje na zasedáních různých

mezinárodních institucí, jimiž mohou být například skupiny Světové banky, Banky pro mezinárodní platby a Mezinárodní měnový fond. (Revenda, 2001)

V domácí ekonomice pak centrální banka především poskytuje informace, týkající se měnového vývoje a způsobů řešení hlavních problémů. (Revenda, 2001)

Emise hotovostní bankovek

Emise hotovostních bankovek nebo také emisní monopol je jedním z definičních znaků centrální banky a zároveň i hlavní funkcí. Je nutné zdůraznit, že centrální banka má monopol pouze na emisi hotovostních peněz. Na základě této funkce centrální banka emituje a stahuje bankovky a mince, stará se o jejich zásobu tzv. zajišťuje tisk pro případné doplnění peněz do oběhu. Další součástí je určovat nominální hodnotu oběživa, stanovovat prvky ochrany a prověřit platnost bankovek a mincí (Černohorský a Teplý, 2011).

Centrální banka také zajišťuje likvidaci znehodnocené měny a předepisuje pravidla pro výměnu poškozené hotovosti za novou (Černohorský a Teplý, 2011).

Měnová politika

Funkce měnové politiky spočívá v regulaci množství peněz v dané ekonomice. Je prováděna s určitými cíli, z nichž je prioritní udržet stabilitu cenové hladiny. Od minulosti po současnost se stále zvyšuje důležitost této politiky z důvodu rozvoje bezhotovostních peněz, jejichž emitentem nemusí být pouze centrální banka. Dříve se měnová politika zaměřovala především na regulaci emisí pouze hotovostních peněz, dnes už je její součástí také bezhotovostní forma (Revenda, 2001).

Vykonavatelem měnové politiky ve vyspělých zemích je centrální banka. Zaleží však na stupni samostatnosti tedy zda o nástrojích, cílech a postupech této politiky také rozhoduje nebo se podřizuje vládním rozhodnutím. Centrální banka v České republice neboli Česká národní banka o měnové politice rozhoduje zcela nezávisle na vládě. Stejně je tomu tak i například v Německu či Švýcarsku. Jednou ze zemí, kde se měnová politika podřizuje vládě – ministerstvu financí – lze uvést Japonsko (Revenda, 2001).

Devizová činnost

Centrální banka akumuluje devizové rezervy státu a provádí s nimi operace na trhu deviz. Revenda a kol. (2005) uvádějí čtyři základní motivy těchto operací.

Udržovat potřebné množství a měnovou skladbu devizových rezerv se zřetelem na předpokládané platby do zahraničí se *zabezpečí devizová likvidita země*. Pro *udržování hodnoty devizových rezerv* je nutné provádět opatření proti snižování hodnoty devizových rezerv, ke kterým může docházet v důsledku držení znehodnocujících se měn. Centrální banka investuje nepotřebné devizové rezervy do prvotřídních cenných papírů nebo je také může zahraničním bankám vložit na účty, tím *získává výnosy z devizových rezerv*. *Ovlivňování úrovně a vývoje měnového kursu domácí měny k zahraničním měnám* se uskutečňuje pomocí tzv. kurzových intervencí, jež jsou úzce spjaté s režimem měnového kursu měny dané země. Kurzové intervence se nutně provádějí u tzv. fixního kursu, v případě vychýlení měnového kursu ze svých definovaných hodnot. Kurzové intervence jsou pro volně plovoucí kurzy dobrovolné. V případě některých zemí USA se lze setkat i s tím, že mimo centrální banku intervenuje přímo stát (Revedna, 2001).

3.2 Měnová politika

Měnová politika se řadí do tzv. hospodářské politiky státu, kam také patří i fiskální politika. Jednu z definic měnové politiky uvádí Černohorský a Teplý jako *„používání měnových nástrojů (především úrokové sazby) k ovlivnění konečných cílů měnové politiky, a to zejména inflace.“* (Černohorský a Teplý, 2011)

Podle Poloučka (2009) je měnová politika *„systém procesů, jejichž prostřednictvím měnová autorita usiluje o splnění definovaných cílů při využití svých nástrojů.“* Za měnovou autoritu se považuje v převážném množství států centrální banka.

I Hřebík (2013) definuje měnovou politiku a to takto *„koplex všech opatření, jež provádí centrální banka s cílem zajistit interní i externí stabilitu všeobecné cenové hladiny a kupní síly, resp. kursu dané měny vůči zahraničním měnám.“* Hřebík (2013) dále uvádí, že pokud má být aplikace měnové politiky smysluplná, jsou nezbytná určitá kritéria, která musí ekonomika splňovat. Těmi jsou:

1. Plně rozvinutý peněžní trh
2. Plně rozvinutý kapitálový trh
3. Plně rozvinutý mezinárodní devizový trh
4. Nezávislost vedení centrální banky na politické vládnoucí garnituře

3.2.1 Cíle měnové politiky

Cíle měnové politiky se s časem podrobovaly různým změnám. Dříve byly pro centrální banky, cíle měnové politiky např. rovnováha platební bilance, zaměstnanost, stabilita devizového kurzu, ekonomický růst, cenová stabilita a stabilita peněžní zásoby apod. Už ve dvacátém století v polovině sedmdesátých let centrální banky zaměřily na snižování inflace a následně, se pak v devadesátých letech pro převážné množství států stala cenová stabilita prioritním cílem měnové politiky. I v České republice je vymezen prioritní cíl, a to udržení cenové hladiny. Vedle prioritního cíle má centrální banka také sekundární cíl, jímž je stabilita finančního sektoru a stabilita reálné ekonomiky. Cenová stabilita v ekonomice nastává při nenulové mírné inflaci, která se pohybuje okolo 2 % ročně (Plouček, 2009).

Centrální banka využívá k dosahování svých cílů celé spektrum měnových nástrojů. Tyto nástroje však nemohou přímo plnit cíle měnové politiky a nelze je bezprostředně ovlivnit, a proto pro dosažení svých cílů musí centrální banka využít nepřímo tzv. mezičlánky, které se nacházejí mezi jejími nástroji a hlavním cílem měnové politiky. Přímou, za pomoci svých nástrojů, může ovlivnit centrální banka pouze stav na devizovém a peněžním trhu, dále také úrokové sazby a devizový kurz. Jejich změna se přenáší do dalších částí ekonomiky, čímž jsou zahájeny další řady mechanismů a činností, které nakonec mají vliv na ekonomické veličiny jako je cenová hladina. Tento proces se nazývá **transmisní mechanismus** (Plouček, 2009).

3.2.2 Nástroje měnové politiky

Nástroje měnové politiky (*monetary policy instrument*) zajišťují udržení stabilního dosahování operačního cíle (Jílek, 2013). Nástroje monetární politiky lze členit na nástroje přímé a nepřímé (Jurečka, 2010).

Přímé nástroje

Použití přímých nástrojů má na ekonomiku poměrně rychlé působení, neboť jsou tato opatření velmi účinná. Na zvolené subjekty účinkuje separátně. V zemích s vyspělou ekonomikou se tento druh nástrojů prosazuje jen zřídka například ve speciálních hospodářských situacích, jimiž mohou být transformace či dlouhodobé deprese atd. (Hřebík, 2013).

Úrokové kontingenty se považují za nejtvrďší nástroj centrální banky. Jeho využití plošně se proto používá jen v situacích, které jsou velmi mimořádné. Spíše se pak využívají pro regulaci některých obchodních bank. Principem úvěrových kontingentů je direktivní vytyčení mezní hodnoty úvěrů. Úvěrové kontingenty lze podle (Rejnuše, 2016) dělit na relativní a absolutní, kdy **relativní úvěrový kontingent** udává nejvyšší možnou výši úvěru, kterou je centrální banka ochotna udělit kompetitivní obchodní bance. Absolutní úvěrový kontingent udává nejvyšší možnou celkovou výši úvěru, kterou může určitá komerční banka půjčit svým klientům.

Povinné vklady ukládají povinnost pro určité subjekty, nejčastěji orgány místní samosprávy a státní instituce mít u centrální banky své účty (Ptatscheková a Dittrichová, 2013).

Pravidla likvidity udávají složení aktiv a pasiv bank. Při špatné skladbě majetku a zdrojů bank zvyšuje riziko nedostatku likvidity (Ptatscheková a Dittrichová, 2013).

Doporučení, výzvy a dohody jsou nástroje, které mohou nabývat podoby jak písemné, tak ústní. Centrální banky mají možnost pomoci doporučení, výzev a dohod působit na zvolený subjekt v konkrétních případech (Ptatscheková a Dittrichová, 2013).

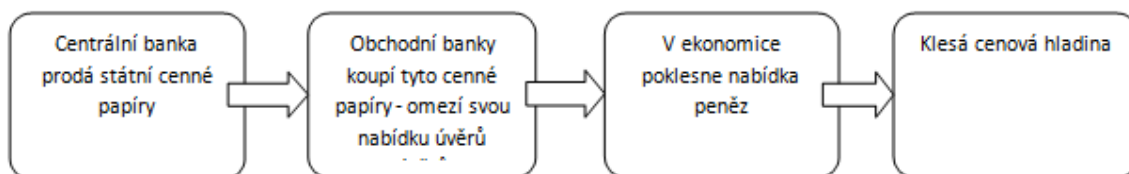
Nepřímé nástroje

Nepřímé nástroje jsou častěji využívány oproti přímým nástrojům měnové politiky, jelikož méně narušují tržní síly a jejich samovolné procesy. Na veškeré subjekty peněžního trhu působí plošně a v menší míře než přímé nástroje, omezují jejich rozhodování a svobodu (Jurečka a kolektiv, 2010).

Povinné minimální rezervy představují pro centrální banku zdroj krytí majetku neboli pasiva. Obchodní banky povinně odvádí centrální bankou stanovené 2 % z vkladů nebankovních subjektů v domácí i zahraniční měně na své účty u centrální banky. S těmito prostředky však obchodní banky nemohou nijak operovat (Hřebík, 2013).

Operace na volném trhu se považují za nejvíce využívaný nástroj měnové politiky. Jednou z forem operací na volném trhu je prodej. Centrální banka prodá cenné papíry nebo také pokladniční poukázky či vládní dluhopisy obchodním bankám, které smění za nadbytečnou hotovost, čímž úmyslně reguluje krátkodobou úrokovou sazbu. Centrální banka může i opačně cenné papíry pokladniční poukázky a vládní dluhopisy nakupovat (Hřebík, 2013).

Obrázek 1 Operace na volném trhu



Zdroj: (Hřebík, 2013)

Častější formou jsou však tzv. **Repo operace**, kdy nadbytečné peněžní prostředky od obchodních bank přijímá centrální banka a jako záruku jim poskytuje cenné papíry, za podmínek oboustranného závazání se k navrácení zapůjčených prostředků navýšených o smluvený úrok po uplynulé době. Úrok se určuje na základě repo sazby, viz níže (Hřebík, 2013).

Diskontní politika

Diskontní politika je obecné označení, které zahrnuje operace prováděné centrální bankou, v nichž nastává ovlivňování úrokové míry v ekonomice (Jurečka a kolektiv, 2010)

a) Repo sazba (0,75 %) je pro obchodní banky maximální úroková míra, za kterou v centrální bance mohou ukládat své nadbytečné prostředky. O repo sazbě se také hovoří jako o tzv. „dvoutýdenní repo sazbě“, neboť dva týdny jsou lhůtou pro tyto vklady (Jurečka a kolektiv, 2010).

b) Diskontní sazba (0,05 %) představuje sazbu, za niž si obchodní banky mohou půjčit nebo dostat úvěr od centrální banky. Změnou diskontní sazby je ovlivněna i sazba, za kterou obchodní banky svým klientům poskytují půjčky. Pro zvýšení objemu peněz v ekonomice centrální banka sníží diskontní sazbu, a naopak v případě snížení objemu peněz v ekonomice (Brčák, Sekerka, Stará, 2014).

c) Lombardní sazba (1,50 %) převyšuje repo sazbu. Za lombardní sazbu si mohou obchodní banky od centrální banky přes noc (*over night*) vypůjčit, při pocitu nedostatku, likvidní prostředky, avšak za podmínek poskytnutí zástavy ve formě cenných papírů. Obchodní banky toto mohou provádět automaticky, pokud s centrální bankou mají uzavřenou smlouvu o tzv. automatických facilitách (Jurečka a kolektiv, 2010).

Konverze nastává, když centrální banka nakupuje od obchodních bank zahraniční měny nebo prodává tyto měny za měnu domácí. Centrální banka je při nákupu od obchodních bank schopna zvýšit jejich úvěrovou kapacitu, a naopak snížit prodejem zahraničních měn (Rejnuš, 2016).

Swapy cizích měn provádějí centrální banka s bankami obchodními, kdy centrální banka prodává či nakupuje v přítomném čase zahraniční měnu za měnu domácí a zároveň se uzavírá závazná dohoda za předem smluvených podmínek o tom, že proběhne zpětný obchod ve smluveném termínu v budoucnu (Rejnuš, 2016).

3.2.3 Devizové intervence

V následující části je podrobněji rozebrána problematika devizových intervencí, které jsou klíčové pro zpracování praktické části.

Devizové intervence jsou centrální bankou nejčastěji používány k ovlivnění měnového kurzu. (Polouček a kol., 2009). V rámci jejich aplikování však může nastat „nechtěná“ změna měnové báze, popř. krátkodobé úrokové míry (Revenda, 2005).

V režimu cílování inflace nejsou devizové intervence považovány za běžně využívaný nástroj, avšak za jistých situací je nezbytné devizové intervence využít. Za jednu z těchto situací může být považováno snížení měnověpolitických úrokových sazeb na tzv. „technickou nulu“. Oslabením kurzu tuzemské měny lze také docílit další potřebné uvolnění měnové politiky (ČNB, 2018).

Revenda (2005) uvádí, že lze devizové intervence vykonávat dvěma základními způsoby, a to přímými a nepřímými intervencemi.

Přímé devizové intervence

Česká národní banka definuje své devizové intervence jako „*nákupy či prodeje cizích měn za českou korunu Českou národní bankou na devizovém trhu, jejichž cílem může být buď tlumení volatility na devizovém trhu anebo uvolnění popř. zpřísnění měnové politiky.*“ (ČNB, 2018).

Centrální banka nákupem cizí měny za měnu tuzemskou zvyšuje na domácím devizovém trhu poptávku po cizí měně, a to zároveň zapříčiňuje zvyšování nabídky měny tuzemské. To má za následek začínající znehodnocení tuzemské měny nebo také zastavení jejího zhodnocování. Opačné chování nastává při prodeji cizích měn (Revenda, 2005).

V důsledku provádění intervencí ve vztahu i k ostatním komerčním bankám, které se nacházejí v ekonomice, se projeví dopady těchto operací na měnové bázi. Tato změna může mít za následek změnu úrokové míry. Všechny operace mají bezhotovostní formu. Při zvyšování rezerv bank a měnové báze nákupy zahraničních měn se tlačí na pokles úrokové míry. Opačné účinky nastávají při prodeji zahraničních měn (Revenda, 2005).

Dopady na měnovou bázi lze centrální bankou tzv. **sterilizovat**, a to operacemi na volném trhu. Současně bude centrální banka nakupovat zahraniční měnu a zároveň prodávat za tuzemskou měnu cenné papíry. Při prodeji naopak. Sterilizace však sebou nese následky v podobě snižování účinnosti použitých intervencí ve vztahu k měnovému kurzu, a tak je možné očekávat účinek na krátkodobou úrokovou míru, nezafixuje-li centrální banka cenu cenných papírů (Revenda, 2005).

Centrální banka provádí intervence formou konverzí mezi cizí měnou a tuzemskou měnou nebo také pomocí swapů. Při swapu se jedná o kombinaci spotových a termínovaných operací (Ptatscheková a Dittrichová, 2013).

Důvodem použití devizových intervencí bývá prozatímní znehodnocení či zhodnocení měnového kurzu tuzemské měny. Za předpokladu, že centrální banka uskuteční intervence v neprospěch měnového kurzu tuzemské měny, jsou podle Rejnuše (2016) takovéto dopady na ekonomiku.

Nejprve dojde k podpoře vývozu (exportu) a k znevýhodnění dovozu (importu) zboží ze zahraničí na tuzemský trh. Pro podniky vyvážející své zboží do zahraničí, za které dostávají zaplacené v zahraniční měně, nyní při převodu ze zahraniční měny na měnu tuzemskou, získají více peněžních jednotek (v této chvíli slabší) tuzemské měny, než by získaly před oslabením měny. To dává podnikům možnosti snížit cenu svého zboží v zahraničí a dostat se tím pádem na další trhy a tím více navyšovat svůj vývoz. Naopak pro dovážející stranu se stává dovoz zboží ze zahraničí dražší, po přepočítání na tuzemskou měnu, dovozce přinutí k omezení jeho dovozu a s tím i navyšování tuzemských cen. Na to mohou reagovat tuzemští výrobci tím, že ceny své produkce přizpůsobí vyšším cenám dováženého zboží. K opačnému účinku na ekonomiku dojde v případě zhodnocení měnového kurzu.

Nepřímé devizové rezervy

Nepřímé devizové intervence mají za následek změnu úrokové míry a jejich vliv závisí na diferenci mezi tuzemskou a zahraniční úrokovou mírou. (Polouček a kol., 2009). Nepřímé devizové intervence představují další možnosti, které mají vliv na vývoj devizového kurzu, jde hlavně o opatření fiskální (rozpočtové) politiky – vývozní či dovozní cla, daně, které jsou spjaté se znevýhodněním vývozu či dovozu, vývozní subvence. Ve vyspělých zemích se od těchto opatření s postupem času upouští, neboť mění činností podniků ekonomické podmínky (Černohorský a Teplý, 2011).

Černohorský (2011) dále dělí devizové intervence na asymetrické a symetrické.

O **Asymetrických** devizové intervence se hovoří v případě, kdy je uplatňuje jen jedna měna (převážně měna „přivázaná“). Země s touto měnou následně nese intervenční náklady i s negativních dopadů na vnitřní měnu.

Devizové intervence **Symetrické** na rozdíl od asymetrických vykonávají obě země.

3.3 Devizový trh

Kdyby na světě existovala jedna společná měna, nebyla by potřeba existence a fungování devizového trhu (foreign exchange market, FX market). Jelikož však na světě existovalo v roce 2008 zhruba 160 měn, je místo, kde dochází k obchodování s jednotlivými měnami a ke konverzi kupní síly jedné měny do kupní síly druhé měny, nezbytné.“ (Polouček a kol., 2009).

Devizový trh je místem určeným pro obchodování s devizami, tj. zahraničními měnami ve formě bezhotovostních peněz. Ty mohou mít podobu elektronických zápisů na obrazovkách terminálů nebo zápisu na bankovních účtech (Mandel & Durčáková, 2016).

Subjekty obchodující na devizových trzích tvoří především mezinárodní banky, obchodníci a instituce, jež jsou rozmístěny po celém světě. K propojení se používají elementy jako např. elektronické obchodní systémy, internet, telefony či počítačové sítě (Polouček a kol., 2009).

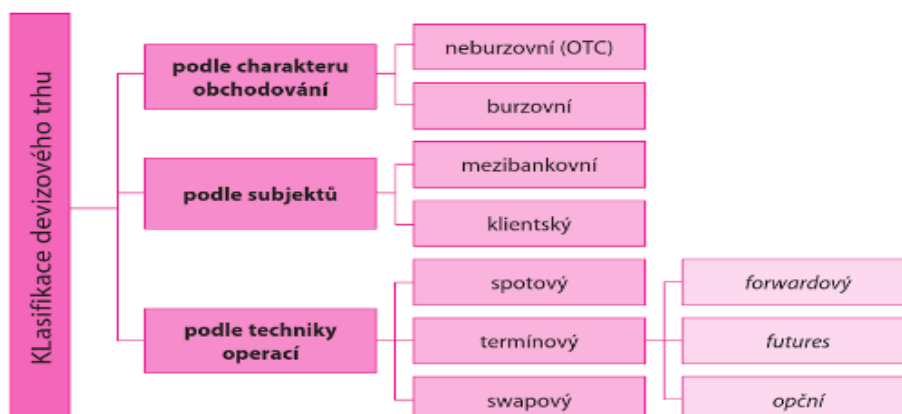
Stejně jako na jiných trzích, tak i na devizovém, existuje střetávání nabídky s poptávkou, která umožňuje vznik devizového kurzu. Jedním z klíčových rysů devizového trhu je nepřetržité obchodování 24 hodin denně, což zapříčiňuje již zmiňované rozmístění účastníků trhu po celém světě a tím pádem neexistuje okamžik, kdy není možno na devizovém trhu uskutečnit obchod (Polouček a kol., 2009).

Za nejvýznamnější devizové trhy jsou (podle Mandela a Durčákové) pokládány: Londýn, New York, Tokio, Frankfurt, Amsterdam, Paříž, Curych, Brusel a představitelé tzv. *off-shore center*-Nové Hebridy, Hongkong, Singapur a Bahrajn, jež jsou spojovány s daňovými výhodami (tzv. daňové ráje). (Mandel & Durčáková, 2016).

3.3.1 Klasifikace devizového trhu

Mandel klasifikuje devizový trh do tří základních kategorií, a to podle charakteru obchodování, podle subjektů a podle techniky operací. Ty se pak dále dělí viz obrázek 2.

Obrázek 2 Klasifikace devizového trhu



Zdroj: (Mandel & Durčáková, 2016)

Z hlediska charakteru obchodování lze trh rozdělit na **neburzovní trh** z anglické terminologie označovaný jako „*over the counter market*“. V českém bankovníctví označován OTC má na současných devizových trzích jednoznačnou převahu. **Burzovní trh** se vyskytuje zcela zřídka, a to pouze z části u opcí a některých termínovaných obchodů, nejčastěji u futures. Význam burzy jako místa s interakcí nabídky a poptávky je zcela minimální (Mandel & Durčáková, 2016).

Z pohledu subjektů je devizový trh členěn na **mezibankovní**, pro který je charakteristický vztah *banka - banka* a jeho strukturu tvoří dealeři centrální banky, dealeři respektive market maker komerčních bank a také velkoobchodní brokeři, a **klientský** devizový, jak je z názvu patrné, představuje vztah *komerční banka – klient*, lze také uvádět vztah *komerční banka – autorizovaný a regulovaný maloobchodní broker – klient*. Za klienty se dají považovat nejenom pojišťovny, výrobní podniky, fondy, privátní investoři, ale také malé obchodní banky (Mandel & Durčáková, 2016).

Podle techniky operací jsou známé:

Spotové obchody jsou takové obchody, při nichž dochází k dodání deviz ihned, tj. od okamžiku uzavření kontraktu do dvou pracovních dnů. Obchody se provádějí za smluvený spotový kurz (Černohorský a Teplý, 2011).

Termínované obchody představují devizové nákupy a prodeje k budoucímu dohodnutému termínu prostřednictvím termínovaného kurzu, který se při uzavření

kontraktu pevně stanoví. Rozdílnost termínovaného a spotového kurzu je dána rozdílem úrokové míry na domácím a zahraničním trhu. Do termínovaných obchodů se řadí:

1) Forwards, o kterém lze říct, že je „šitý klientovi na míru“, neboť si na devizovém trhu může klient stanovit množství nakupované či prodávané devizy k jakémukoliv budoucímu termínu na základně termínovaného forwardového kurzu. V praxi se však přihlíží na určité „zvyklosti“ ve formě technického kvantitativního minima, jež představuje tzv. minimální obchodovatelnou částku a maxima platného pro nejdélsí termín splatnosti, který je na trhu v České republice 1 rok (Mandel & Durčáková, 2016). Ve forwards, uskutečnění kontraktu nabývá v budoucnu v termínu, který byl předem dohodnut, avšak dohoda o něm se provádí v přítomné době (Černohorský a Teplý, 2011).

2) Futures jsou operace ve standardizované podobě jak ze stránky obchodovaného množství (loty) tak termínů. Tyto operace je možné provádět pouze na burze, kde v každé operaci mezi účastníky působí clearingová ústředna. U té se obě strany kontraktu ponechají určitou zálohu (margin), která má hodnotu několika procent z ceny kontraktu. Nevýhodou této operace se stává nepřizpůsobení velikosti a délce splatnosti pohledávky naopak za výhodu se považuje vyrovnání ztráty či zisku s clearingovou ústřednou při uzavření protipozice ihned (Mandel & Durčáková, 2016).

3) Opce je smlouva mezi dvěma subjekty, a to navrhovatelem a stranou oprávněnou. Navrhovatel se přislubuje po určenou dobu neodvolat svou nabídku. Strana oprávněná disponuje právem odstoupení od smlouvy, pokud zaplatí opční prémii. Jedná se o cenu opce, jež je vázaná na délce doby opce, rizikovosti a rozdílem mezi opční sazbou a spot sazbou. Opce na nákup se označují **call** na prodej **put**. Výhodou je okamžité vyrovnání buď zisku nebo ztráty s clearingovou ústřednou při uzavření protipozice (Černohorský a Teplý, 2011).

Swapové obchody se převážně tvoří kombinací forwardových a spotových obchodů. V širším pojetí tedy spadají do termínovaných obchodů. U swapových obchodů je tedy možné nakoupit devizy podle spotového kurzu a zároveň na základě dohody zpětně domluvit její prodej k budoucímu termínu dle forwardového kurzu, který je v okamžiku uzavření dohody (tedy „dnes“). (Mandel & Durčáková, 2016).

3.3.2 Měnový kurz

Jílek (2013) definuje měnový kurz jako „*poměr výměny dvou měn (bankovního vkladu v jedné měně za bankovní vklad v jiné měně), tj. cena jedné měny vyjádřená v jiné měně.*“ Taušer (2007) vidí měnový kurz jako „*numerickou proměnou, která vyjadřuje kvantitativní vztah dvou měn, jenž tvoří tzv. měnový pár. V podstatě jde tedy o cenu jedné měny vyjádřenou v jednotkách měny druhé.*“

Taušer (2007) také zmiňuje, že lze rozlišovat mezi dvěma základními druhy zápisů měnového kurzu, tj. kurz zapsaný v **přímé kotaci**, který říká, kolik je nutné vydat jednotek domácí měny na nákup jedné jednotky měny zahraniční. Lze tedy kurz v přímé kotaci prohlásit za cenu měny zahraniční v jednotkách měny domácí (28,000 CZK/EUR).

Kurz v **nepřímé kotaci**, jež je vlastně převrácená hodnota kurzu zapsaného v přímé kotaci, říká, kolik je nutné vydat jednotek měny zahraniční na nákup jednotky měny domácí. I zde lze prohlásit, že kurz v nepřímé kotaci je cena, avšak domácí měny vyjádřené v jednotkách měny zahraniční (0,036 EUR/ CZK). (Taušer, 2007).

Jako tři základní možnosti tvorby měnového kurzu lze uvést tvorbu pomocí tržní síly, tedy nabídky a poptávky, centrální stanovení, které je však také do jisté míry závislé na situaci na trhu, a kombinaci těchto dvou uvedených způsobů. Měnový kurz lze ovšem utvářet i jinými způsoby (Kalínská, 2010).

V ekonomice se považuje za nejdůležitější cenu, spolu s cenou peněz neboli úrokovou mírou, měnový kurz. Měnový kurz má výrazný vliv na vývoj cenové hladiny, tím že přímo ovlivňuje ostatní ceny v ekonomice. Protiinflační působení způsobuje posílení domácí měny, jenž zapříčiňuje zlevnění dovozu. Naopak proinflační působení nastává, při oslabení domácí měny, což má za následek zdražení dovozu. Měnový kurz také zajišťuje provázání mezi ekonomikami celého světa s ekonomikou domácí. Dává tak možnost ekonomickým subjektům daného státu zvolit nejvýhodnější variantu nákupu zboží, buď ze zahraničí či z tuzemska (Neumann a kol., 2010).

Nominální kurz (spotový, promptní) je kurz, jenž má platnost k danému časovému okamžiku. Z dění na devizovém trhu je obvykle dán tento kurz (Neumann, Žamborský, Jiránková, 2010). Nominální měnový kurz také udává, jaký počet na nákup jedné jednotky měny zahraniční je potřeba jednotek měny domácí (ČNB, 2018).

Reálný měnový kurz lze definovat jako poměr dvou cenových hladin, a to cenové hladiny domácí a zahraniční, které jsou následně přepočítané na jednu společnou měnu.

Označení devalvace představuje znehodnocení (oslabení) domácí měny, která se nachází v režimu pevného kurzu. Stejně tak pro znehodnocení (oslabení) lze použít termín depreciace, avšak v režimu pohyblivých měnových kurzů. Opakem znehodnocení se stává zhodnocení (posílení), které se v systému pevných měnových kurzů nazývá revalvace, dále pak v režimu pohyblivých měnových kurzů apreciacie (Brčák a kol., 2014).

Směnitelnost měn

Existují-li měny, s kterými se neobchoduje na měnovém trhu, mluvíme o tzv. **nesměnitelných měnách**. Kurzy těchto měn jsou určeny na základě administrativního rozhodnutí a nikoli interakcí nabídky a poptávky. Měnový kurz nesměnitelných měn v zásadě neplní svou primární funkci a domácím firmám tak není schopen poskytnout potřebnou informovanost o skutečných cenách v zahraničí, což zapříčiňuje jistou míru izolovanosti ekonomiky (Taušer, 2007).

Na rozdíl od měn nesměnitelných jsou kurzy **směnitelných měn** tvořeny za pomoci tržních sil, tj. reakcí nabídky a poptávky. Je-li měna **vnitřně směnitelná**, obchodování s ní se odehrává pouze na domácím devizovém trhu a subjektům ze zahraničí zde není umožněn plný nebo žádný přístup. Předpoklad pro vnější směnitelnost jsou uvedeny v článku VIII Dohody Mezinárodní měnový fond. Jestliže se dá měna směnit pro všechny transakce v rámci platební bilance, jedná se o **směnitelnost plnou**. Takovými měnami jsou euro, americký dolar, japonský yen, lze je směnit po celém světě (Taušer, 2007).

3.3.3 Systémy měnových kurzů

Systémy měnových kurzů udávají pravidla, na jejichž základě se tvoří měnové kurzy. Dittrichová a kol. (2010) říká, že „*Základní skupiny měnových systémů v tržních ekonomikách představují měnové systémy pevné a pohyblivé*“ (Ptatscheková, Dittrichová, 2013).

Zlatý standard

Zlatý standard je ve finančních dějinách režimem měnových kurzů velmi eminentní. V letech 1880 až 1914 existoval ve své nejčistší formě a stal se osvědčeným. Principem zlatého standardu bylo definovat poměr měn k určitému množství zlata, jenž stanovovalo pevné měnové kurzy mezi státy s tímto standardem. Zlato se tak stalo společnou měnou pro většinu zemí. Jelikož nevýhoda zlata spočívala v jeho obtížném

převážení, bylo prostřednictvím papírových certifikátů zajištěno, že je měna směnitelná za zlato. (Jílek, 2004)

Zlatý (brettonwoodský) systém

Ve zlatém (brettonwoodském) systému USA definovaly paritu své měny (dolaru) vůči zlatu a následně pak své parity ostatní země definovaly vůči dolaru. Zlatý (brettonwoodský) systém tak byl obměnou zlatého standardu a také posledním přepočitatelným režimem na světě (Jílek, 2004).

Režim pevného kurzu

Nachází-li se měnový kurz v takovémto režimu, je centrální bankou intervenován na měnovém trhu tak, aby se měnový kurz pohyboval ve stanoveném flukтуаčním pásmu. (Brčák, Sekerka, Stará, 2014). Většinou je stanoveno flukтуаční pásmo v procentech (např. $\pm 1\%$) a jeho šíře se může pro různé měny odlišovat. Bývalé Československo se nacházelo v režimu fixního kurzu v letech 1991 až 1996 vůči pěti měnám (později dvou) v širší flukтуаčního pásma $\pm 5\%$. (Neumann a kol., 2010)

Nastane-li oslabení domácí měny, tak že se měnový kurz vychýlí mimo stanovené pásmo, musí centrální banka za použití devizových rezerv ze zahraničí nakupovat více domácí měny. Centrální banka se především snaží udržet stabilitu nominálního kurzu, avšak změnou peněžní zásoby se mění cenová hladina (inlace, deflace) a to může mít vliv na reálný měnový kurz. Státy se vyrovnávají s okolními podmínkami dvěma způsoby, a to úpravou nominálního kurzu nebo změnou cenové hladiny, a to podle toho, zda mají měnu vlastní nebo společnou (Brčák a kol., 2014).

Aby centrální banka mohla držet kurz je potřeba vlastnit devizové rezervy v určité výši, tedy zásobu zahraniční měny, kterou lze vyměnit za domácí měnu. Centrální banka obchoduje se zahraničními měnami a tím intervenuje na měnovém trhu. Intervence mohou trvat takovou dobu, dokud má centrální banka dostatečné množství rezerv, v případě že dostatečné množství centrální banka nemá, devaluje (Brčák a kol., 2014).

Režim čistého plovoucího kurzu

V režimu čistého plovoucího kurzu platí, že kurz je čistě výsledkem střetu nabídky a poptávky na trhu s devizami. Centrální banka se zde žádným způsobem nevměšuje do dění na trhu a také zcela ustupuje od možnosti provádění intervencí. V tomto režimu tak

pro centrální banku není důležité držet devizové rezervy v podobě zahraničních měn. Režim čistého plovoucího kurzu lze nalézt, podle údajů mezinárodního měnového fondu, v těchto zemích – USA, Kanada EMU, Austrálie a především v České republice (Neumann a kol., 2010).

Režim řízeného plovoucího kurzu

V rámci tohoto režimu má centrální banka možnost zasahovat do dění na devizovém trhu, zhodnotí-li tento zásah za vhodný. Prostředkem, kterým může centrální banka přímo ovlivnit měnový kurz, jsou intervence. Pakliže se měnový kurz vyvíjí v rozporu se zájmy domácí ekonomiky, zasahuje centrální banka a ovlivňuje ho potřebným směrem. Zpravidla centrální banka intervenuje proti přesměru prudkému zesílení tuzemské měny nákupem zahraničních měn, čímž se jí snaží oslabit. Jen zcela výjimečně se intervenuje domácí měna ve směru posílení.

3.3.4 Devizové rezervy

Devizové rezervy jsou jedny z aktiv centrální banky, která je využívá k placení závazků ze zahraničí, drží je jako zásobu pro zamezení deflace a provádí intervenční nákupy domácí měny. Devizové rezervy, jako uvádí Revenda (2005), jsou složeny z aktiv ve volně směnitelných měnách, potenciálních devizových facilit a rezerv ve zlatě.

Volně směnitelné měny jsou zahraničním bankám uchovány na běžných účtech. Pokud volně směnitelné měny přesahují výši, která je zapotřebí k platbě zahraničních závazků, je převyšující část vkládána do prvotřídních zahraničních cenných papírů nebo za účelem výnosnosti ukládáno u zahraničních bank na termínované účty. V opačném případě, kdy je výše volně směnitelných měn nedostatečná, lze využít potencionálních devizových facilit či pomocí emise dluhopisů na zahraničních trzích nabýt úvěry.

Potencionální devizové facility tvoří požadavky pro získání úvěrů v zahraničních měnách. SRD jednotky jsou nejvýznamnějšími u tzv. rezervních pozic v Mezinárodním měnovém fondu. *Zlaté rezervy* jsou zaznamenávány v samostatné položce.

U devizových rezerv je zapotřebí pravidelné přeceňování, jelikož jejich stav je veden v domácí měně a v režimu plovoucích kurzů dochází ke kurzovým změnám, které dopadají na hodnotu devizových rezerv v bilanci. Ke snížení hodnoty devizových rezerv dochází v důsledku posílení domácí měny, a naopak ke zvýšení hodnoty při oslabení domácí měny (Revenda, 2005).

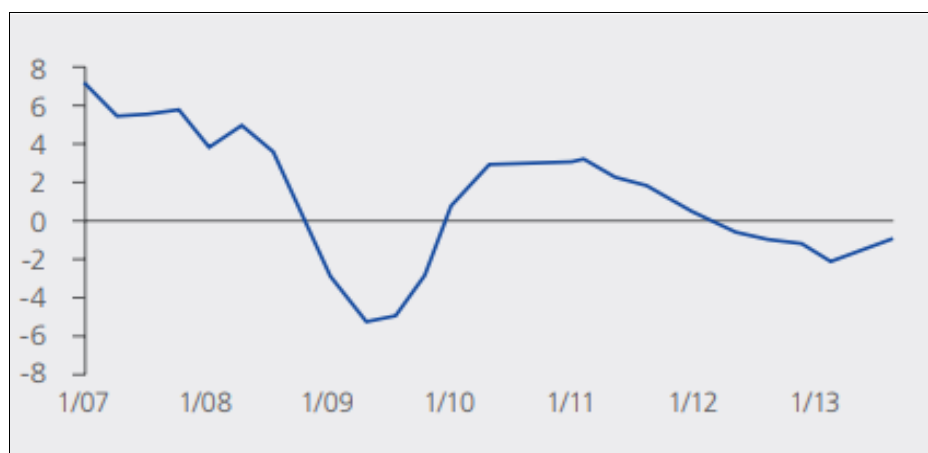
4 Vlastní práce

Vlastní práce se zabývá problematikou kurzového závazku z listopadu 2013. Popisuje ekonomickou situace, která vedla Českou národní banku k využití devizových intervencí. Dále je analyzován vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů v průběhu kurzového závazku, a nakonec stav české ekonomiky po jeho ukončení.

4.1 Důvody zahájení kurzového závazku

Vliv světové ekonomické a finanční krize v roce 2008, která měla dopad na prudké zpomalení růstu české ekonomiky, je viditelný na grafu 1. Po následujícím roce, kdy se české hospodářství propadlo o 4 % následovaly dva roky mírného růstu, avšak v letech 2012 a 2013, kdy v eurozóně propukla dluhová krize, která měla také vliv na opětovné oslabení české ekonomiky (ČNB, 2014).

Graf 1 Růst HDP



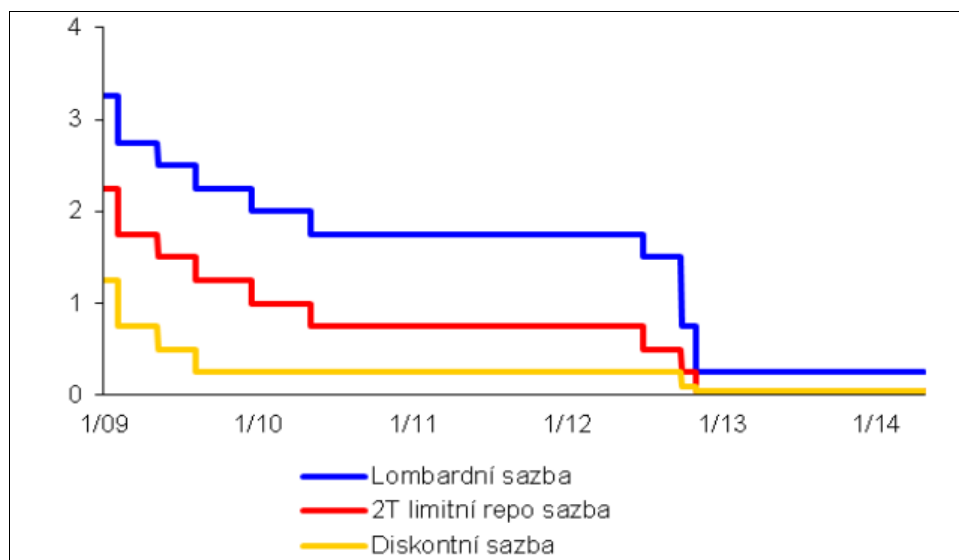
Zdroj: ČNB, 2014

Oslabení české ekonomiky mělo za následek snížení příjmů domácností a jejich spotřeby, stejně tak i zisků firem a investic a dále pak také zvýšení nezaměstnanosti. (ČNB, 2014)

Na tyto jevy zareagovala Česká národní banka za použití svého hlavního nástroje měnové politiky, tím že zcela využila postupného snižování úrokových sazeb. Na grafu 2 je patrné, postupné snižování úrokových sazeb od roku 2009. V roce 2013 se diskontní a 2T repo sazba snížila až na úroveň tzv. technické nuly, které odpovídá hodnota 0,05 %,

přičemž lombardní sazba dosáhla úrovně 0,25 %. Česká národní banka se zavázala držet tuto úroveň po dobu, jež bude nezbytně nutná a na podzim roku 2012 sdělila, že je připravena využít pro další potřebné uvolnění měnové politiky své ostatní nástroje, neboť snižovat úrokové sazby do záporných hodnot není možné (ČNB, 2014).

Graf 2 Základní sazby ČNB



Zdroj: ČNB, 2014

Na základě pečlivého zvážení se Česká národní banka rozhodla pro využití měnového kurzu, který je pro Českou republiku mnohem účinnějším nástrojem než například nákup státních dluhopisů, neboť je Česká republika malou a otevřenou zemí s dlouhodobým nadbytkem likvidních prostředků v bankovním sektoru (ČNB, 2014).

Na konci roku 2012 a začátkem roku 2013 došlo k ustálení kurzu české koruny a tím i k zpomalení náchylnosti k deflaci a zároveň k povzbuzení ekonomiky na základě vyhlášení slovních intervencí Českou národní bankou, jejich účinnost však postupně upadala. Podle České národní banky (2014) se „*Ukázalo, že recese a útlum na trhu práce odeznívají jen velmi pomalu a jejich protiinflační dopady vedou spolu s poklesem cen surovin a energií k dalšímu snižování inflace.*“ (ČNB, 2014)

Ke konci roku 2013 poukazoval výhled České národní banky na rostoucí deflační riziko, tím že dlouhodobě klesly ceny produktů spotřebního koše. Při klesající tendenci cen hrozilo, že budou brány jako samozřejmost firmami i domácnostmi a poté budou

zakomponovány do jejich očekávání i mzdového vývoje, což by mělo za následek nepříznivé dopady na českou ekonomiku.

Graf 3 Inflace očištěná od primárních vlivů daní



Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

Cenová hladina v říjnu 2013 vzrostla meziročně o 0,9 % dle zaznamenaných údajů České národní banky. V porovnání se zářím téhož roku mírně zpomalila celková meziroční inflace a stejně tak i inflace očištěná o primární vlivy daní tzv. měnověpolitická inflace, a to na hladinu 0,1 %, což je hluboko pod dolní hranicí tolerančního pásma České národní banky (ČNB, 2013).

Na začátku roku 2014 bylo předpokládáno na základě krátkodobých výhledů České národní banky, že celková inflace se dostane až k nule a měnověpolitická inflace na krátkou dobu překlene do minusových hodnot po vyprchání důsledků změn DPH a snížení regulovaných cen (ČNB, 2013).

Bankovní rada České národní banky se 7. listopadu 2013 v souladu se svou péčí o cenovou hladinu rozhodla pro použití nástroje měnové politiky, kterým se stal kurz české koruny (ČNB, 2014).

4.1.1 Rozhodnutí bankovní rady

Česká národní banka se zavázala k intervenování české koruny na devizovém trhu, aby oslabil její kurz vůči euru, a to na hladinu okolo 27 Kč/euro, zároveň vyslovila jednostranný závazek a to tím, že zabrání posílení koruny pod úroveň 27 Kč/euro naopak

při slabší straně hladiny 27 CZK/EUR nebude zasahovat do vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu (Singer, 2014).

Singer (2014) uvádí následující cíle oslabení české koruny:

- odvrátit riziko reálně hrozící deflace
- dříve dosáhnout inflačního cíle
- rychleji oživit ekonomiku
- dříve opustit hladinu nulových úrokových sazeb (a vrátit se k využívání základního měnověpolitického nástroje)

4.2 Vyhodnocení ekonomické situace po přijetí kurzového závazku

4.2.1 Kurz české koruny

Před zahájením kurzového závazku České národní banky se kurz české koruny v roce 2013 pohyboval v pásmu 25,50 až 26 Kč/euro (Kurzy.cz). Na grafu 4 je znázorněný kurzový cíl České národní banky a vývoj kurzu v čase. Po spuštění devizových intervencí kurz české koruny prudce oslabil a dostal se až nad hranici 27 Kč/euro, ve které se následně ustálil. V tomto pásmu nebyl Českou národní bankou žádným způsobem regulován, neboť jak již bylo zmiňováno, byl kurzový závazek pouze jednostranný. Ke stanovené hranici se kurz přiblížil až v červenci roku 2015 a setrval v ní až do ukončení kurzového závazku v roce 2017. (ČNB, 2015).

Graf 4 Vývoj kurzu koruny vůči euru



Zdroj: Kurzy.cz, 2018 - vlastní zpracování

4.2.2 Devizové rezervy

Zahájení kurzového závazku České národní banky mělo výrazný vliv na devizové rezervy. Nákupem eur na devizovém trhu za tuzemskou měnu se snažila zabránit, aby kurz české koruny posílil pod úroveň 27 Kč za euro. K prvnímu nárůstu došlo hned při spuštění intervencí, a to v listopadu 2013, kdy Česká národní banka nakoupila eura v hodnotě 202,5 mld. Kč. (**viz tabulka 1**). Zásoba rezerv, které jsou zaznamenány v tabulce 2, se tak zvýšila z 873 mld. Kč, na 1 119 mld. Kč. Největší nárůst devizových rezerv, pro udržení kurz na hranici 27 Kč/euro se uskutečnil v roce 2016–2017, kdy Česká národní banka nakoupila v břednu 2017 devizy za 520 mld. Kč, což je nejvíce za celé trvání kurzového závazku. Důvodem bylo zvyšování inflace a také blížící se vypršení slibu oslabovat kurz české koruny nejméně do konce prvního kvartálu roku 2017. Tato skutečnost, že kurzový závazek brzy skončí, přimělo řadu zahraničních investorů narychlo dokupovat českou měnu, dříve než její kurz posílí. V březnu tak přiteklo do tuzemské ekonomiky nevídané množství spekulativního kapitálu, který se pohyboval v hodnotě desítek procent HDP. Spekulace o ukončení kurzového závazku podpořil také prezident Miloš Zeman (Aktuálně.cz, 2017).

V roce 2017 se tak zásoba devizových rezerv dostala až na neuvěřitelných 3 134 mld. Kč a meziročně vzrostla o 1 000 mld. Kč, což představuje půlku z celkově vynaložených 2 000 mld. Kč na kurzový závazek. (ČNB, 2018).

Intervence na devizovém trhu nejsou pouhým utrácením peněz, ale běžným obchodem a investicí, díky nimž rostou devizové rezervy České národní banky. Pokud se úrokové sazby pohybují na nule, při intervencích vydává Česká národní banka koruny bez jakýchkoliv nákladů. Nakoupenou měnu pak dále investuje do vládních dluhopisů či kvalitních cenných papírů ze zemí, kterými jsou například Německo, Kanada, Spojené státy (ČNB, 2013).

Země s vyššími devizovými rezervami mají lepší finanční stabilitu, což ukázala finanční krize v roce 2008–2009 (ČNB, 2013).

Tabulka 1 Měsíční objem intervencí ČNB

Měsíční objem intervencí ČNB	V mld. Kč
listopad 2013	202,5
červenec 2015	27,9
srpen 2015	100,8
září 2015	62,7
listopad 2015	10,0
prosinec 2015	41,6
leden 2016	58,0
únor 2016	16,8
duben 2016	10,6
květen 2016	15,5
červen 2016	8,5
červenec 2016	8,3
srpen 2016	28,6
září 2016	99,5
říjen 2016	106,9
listopad 2016	14,1
prosinec 2016	87,9
leden 2017	391,0
únor 2017	219,7
březen 2017	520,0
duben 2017	17,6

Zdroj: Aktuálně.cz, vlastní zpracování

Tabulka 2 Stav devizových rezerv

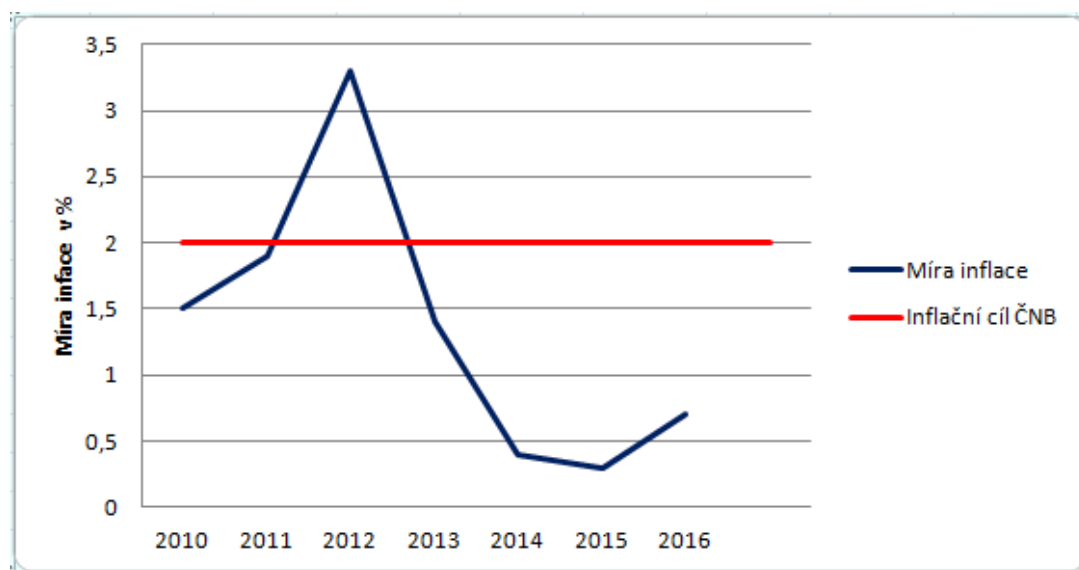
Stav ke dni v mld.	V mld. Kč
31. 01. 2013	873
30. 11. 2013	1 119
31. 01. 2014	1 141
30. 11. 2014	1 212
31. 01. 2015	1 296
30. 11. 2015	1 591
31. 01. 2016	1 681
30. 11. 2016	2 175
31. 01. 2017	2 610
30. 11. 2017	3 134
31. 01. 2018	3 078

Zdroj: ČNB, 2018 - vlastní zpracování

4.2.3 Inflace

Hlavní důvodem využití kurzového závazku, jako nástroje měnové politiky, byl hrozící deflační tlak. Dle očekávání České národní banky se měla průměrná míra inflace díky zvýšení dovozních cen, dostat v letech 2014 a 2015 těsně pod stanovený 2% inflační cíl. Tato skutečnost však nenastala a v roce 2014 propadla inflace až na 0,4 % (ČNB, 2014), což je v samostatné České republice druhou nejnižší hodnotou v historii.

Graf 5 Vývoj inflace v letech 2010-2016 (průměrný index spotřebitelských cen)

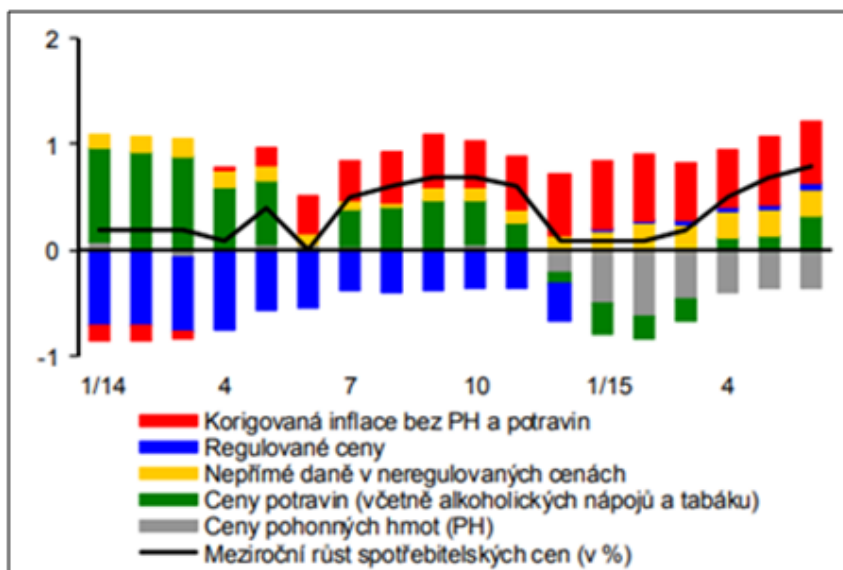


Zdroj: ČSÚ, 2017- vlastní zpracování

Takto nízké hodnoty inflace v roce 2014 a 2015, které se nacházely mimo toleranční pásmo (± 1 %), se významně odrážely v propadu regulovaných cen (**viz graf 6**), rušení regulačních poplatků ve zdravotnictví, poklesu cen pohonných hmot, potravin a elektřiny na evropských burzách. Více protiinflačně také působila situace v eurozóně, kde působil také dezinflační trend, který způsobil pokles spotřebitelských cen o 0,2 % (Ministerstvo financí, 2015). Meziročně zřetelně klesaly ceny průmyslových výrobců, které mají podstatný vliv na vývoj českých dovozních cen (ČNB, 2014)

V roce 2016 se inflace odrazila od deflačního dna a rostoucí tendencí se dostala na hodnotu 0,7 %. Česká národní banka predikovala, splnění inflačního cíle v 2. čtvrtletí 2017.

Graf 6 struktura inflace (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



Zdroj: ČNB, 2015

4.2.4 HDP

V roce 2012 došlo k oslabení české ekonomiky díky snižování spotřeby domácností a investic firem (viz graf 7). HDP se tak drželo v záporných hodnotách, což také vedlo Českou národní banku k využití devizových intervencí pro rychlejší oživení ekonomiky.

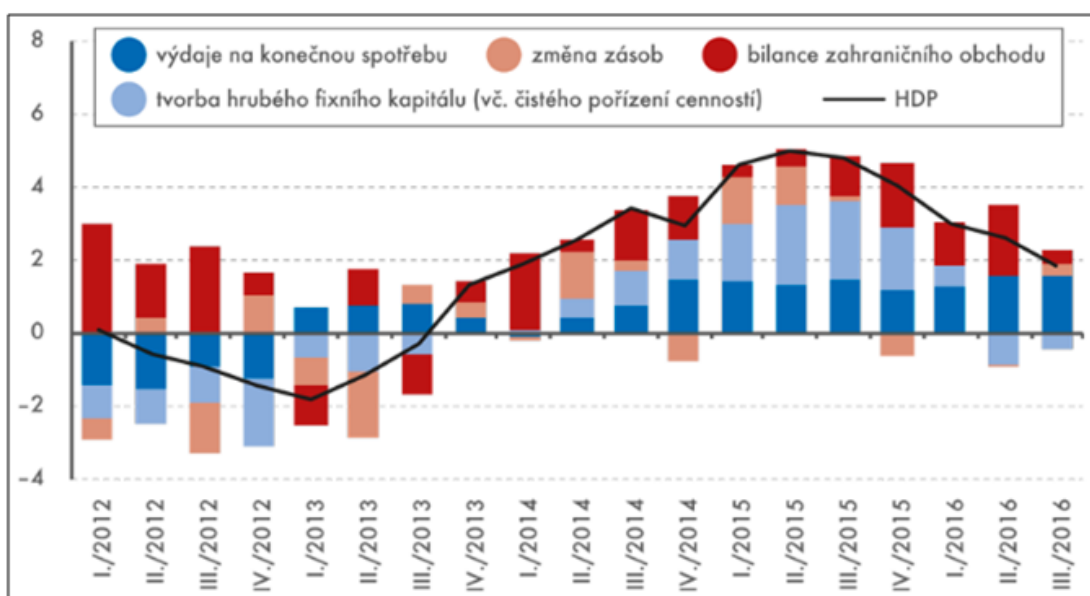
V 2. polovině roku 2013 se dostala ekonomika z recese a zaznamenala v průběhu roku 2014 oživení, díky kterému se dostala opět do kladných hodnot. Nejvíce přispěl k růstu HDP v roce 2014 obnovený růst fixního kapitálu tj. investicí o (+ 1,2 p.b.), který se tak stal po dvou letech kladný. Spotřeba domácností a výdaje na konečnou spotřebu státních institucí se na oživení ekonomiky podíleli spíše méně. Ostatní složky HDP jako je změna stavu zásob a výsledky zahraničního obchodu oživení české ekonomiky brzdily, avšak vyloučíme-li z celkového dovozu ten, který je určen pro konečné užití, vliv jednotlivých složek na zvyšování HDP se významně mění a primárním faktorem na zvýšení se stal čistý export (+1,3 pb.) (ČSÚ, 2014)

Hodnota HDP tak v roce 2014 nabyla 2,7 %, a dále rostla. V roce 2015 přispěly k růstu všechny složky (po očištění dovozu pro konečné užití), nejvíce však investice (+1,4 p.b.), spotřeba domácností (+0,8 p.b.) a čistý export (+1 p.b.). Oproti EU se přírůstek HDP České republiky dvojnásobil a trojnásobil ve srovnání s eurozónou (ČSÚ, 2015).

Rok 2016 už nebyl tak příznivý a v prvních třech kvartálech ekonomický růst upadal. Jedním z důvodů bylo dočerpání evropských dotací. Následně došlo ke značnému propadu tvorby hrubého fixního kapitálu a bilance zahraničního obchodu, na který měl vliv i útlum ekonomik našich zahraničních partnerů.

Exportéři v 2. kvartálu roku 2016 vyvezli zboží za rekordních 862 mld. Kč, což bylo nejvíce za celou dobu samostatné České republiky, avšak ke konci roku se export meziročně zpomalil o 0,9 % v následku snížení poptávky ze zahraničí (ČSÚ, 2017)

Graf 7 HDP (meziroční změny v %, příspěvky v procentních bodech)



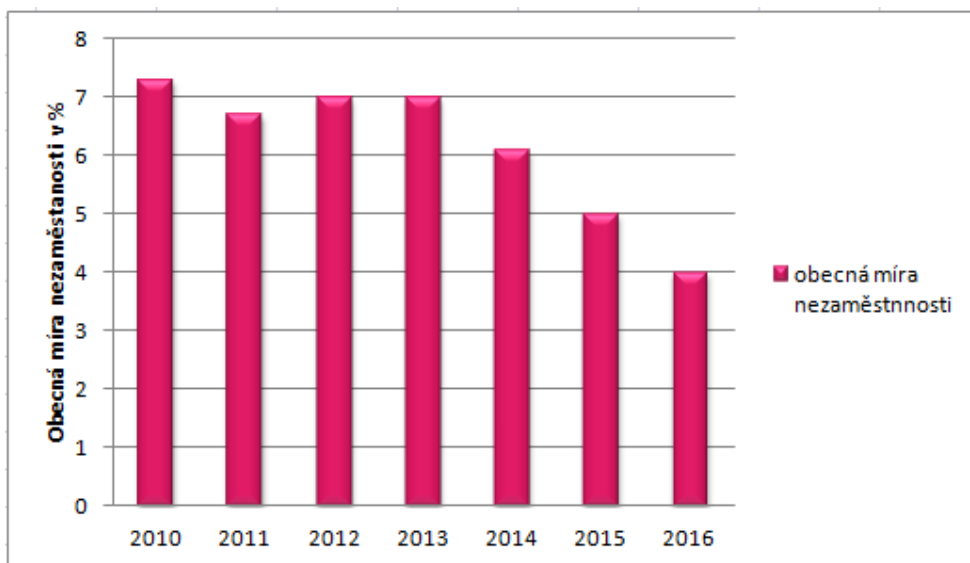
Zdroj: ČSÚ, 2017

4.2.5 Nezaměstnanost

Oslabení kurzu české koruny se dle prognóz České národní banky mělo projevit také na trhu práce. Zvýšená spotřeba domácností a investice přinese českým firmám větší odbyt, tím pádem se zvětší poptávky po pracovnících silách, za které budou zaměstnavatelé ochotni více zaplatit. Občanů se tak dostane větší jistoty, při hledání nových pracovních příležitostí nebo udržení již stávajících míst (ČNB, 2014).

Na grafu 8 je zachycen vývoj nezaměstnanosti v letech 2010 až 2016. Před zahájením kurzového závazku se obecná míra nezaměstnanosti držela na úrovni 7 %. Po jeho spuštění je patrné postupné snižování až na 4 % v roce 2016. Nízká nezaměstnanost je velmi příznivá pro ekonomiku

Graf 8 Vývoj nezamotnosti v letech 2010-2016



Zdroj: ČSÚ, 2017 - vlastní zpracování

Důvodem snižování nezaměstnanosti je tvorba nových pracovních míst, které se už v roce 2014 zvedly oproti předešlému roku o 23,5 tis. míst, a další růst následoval. V tabulce 3 lze vidět, že v roce 2015 se počet volných míst prakticky zdvojnásobil a zvyšující tendence pokračovala i následující rok (ČNB, 2017)

Tabulka 3 Volná pracovní místa v letech 2010-2016

Období	Volná pracovní místa v tis. osob
31. 12. 2010	30,8
31. 12. 2011	35,8
31. 12. 2012	34,9
31. 12. 2013	35,2
31. 12. 2014	58,7
31. 12. 2015	102,5
31. 12. 2016	132,5

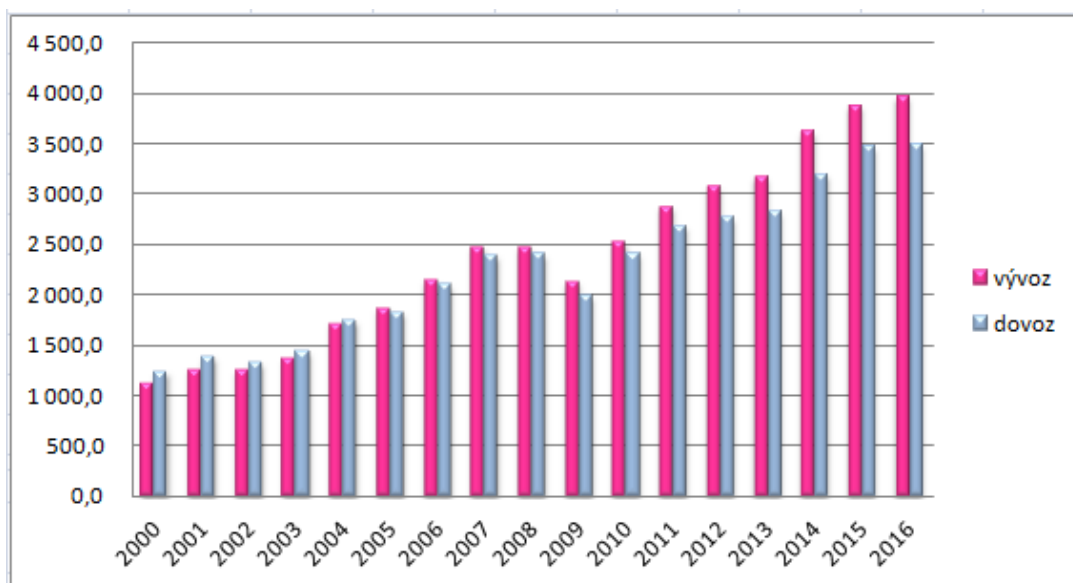
Zdroj: ČNB, 2018 vlastní zpracování

4.2.6 Export

Česká republika je malou a otevřenou zemí, která se orientuje na vývoz. Na grafu 9 je znázorněn vývoj zahraničního obchodu od roku 2000. Do roku 2004 mírně převyšoval s dovoz nad vývozem, avšak zlomovým bodem byl právě tento rok, který je spjat se vstupem do Evropské unie, kdy pomalu začal vývoz převyšovat nad dovozem. Pro Českou

republiku se staly evropské státy hlavními partnery v zahraničním obchodě a podíl vývozu do zemí EU28 se pohybuje okolo 84 %. Jednou z nejvýznamnějších vývozních zemí je Německo, které se podílí na hodnotě vývozu 32,38 %. Z toho lze odvodit, že čeští vývozci nejvíce obchodují s eurem.

Graf 9 Zahraniční obchod



Zdroj: ČSU, 2017 - vlastní zpracování

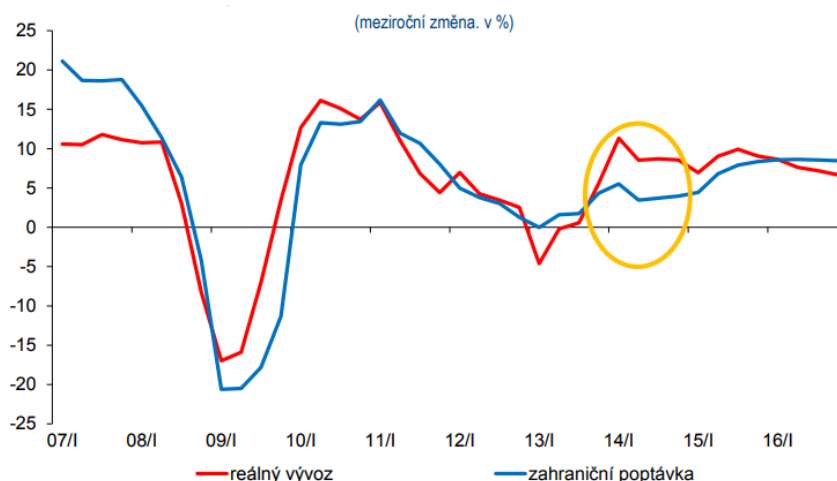
Z grafu je dále možné porovnat vývoj českého vývozu, jak v období zahájení kurzového závazku, tak i v jeho průběhu. V roce 2013 byla hodnota vývozu na 3 175 mld. Kč, ta v následujícím roce vzrostla na 3 629 mld. Kč a zaznamenala tak největší meziroční nárůst za dobu trvání kurzového závazku. V dalších letech se vývoz nadále zvyšoval, avšak ne tak výrazně. Od roku 2013 do roku 2016 se vývoz zvětšil o zhruba 800 mld. Kč., což je 25,2% nárůst. Je tedy patrné, že kurzový závazek napomohl k růstu exportu (ČSÚ, 2017).

Pohled České národní banky na vývoj exportu

Česká národní banka považuje za jeden z přínosů oslabení kurzu koruny podpoření českých vývozců. Ve shodě s její prognózou došlo díky kurzovému závazku k oživení ekonomické aktivity. V první polovině roku 2014 došlo k nominálnímu tempu růstu vývozu v průměru meziročně přes 15 %, což dokazuje, že oslabení české koruny má velmi dobrý vliv na cash-flow českých vývozců, díky nárůstu vývozních cen v meziroční výši 10,5 %. Kladný vliv slabší koruny na ekonomický vývoj, je nejlépe viditelný na růstu

reálného vývozu, který meziročně předstihl dynamiku zahraničního obchodu na grafu 10 (ČNB, 2014).

Graf 10 Tempo růstu reálného vývozu a zahraniční poptávky



Zdroj: ČNB, 2014

Jedná se o výsledek nárůstu cenové konkurenceschopnosti české produkce, ve které má svůj podíl také dobrá výkonnost automobilového průmyslu (ČNB, 2014)

Pohled Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR

Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR vytvořila ve spolupráci s vysokou školou finanční a správní analýzu vlivů intervencí České národní banky na export a import, ve které uvádějí, že vliv kurzového závazku České národní banky se na českém exportu projevil zejména v prvním roce (2014), kdy nárůst činil 14,3 %. V následujících letech začala klesat dynamika našeho exportu, a to v roce 2016 již pouze o 2,3 %. Za celou dobu trvání kurzového závazku český export vzrostl o 25,2 %. To je však stejný nárůst jako v období mezi rokem 2011 a 2013, kdy činil 25,3 %

Pokud by byl brán v potaz pouze vývoz do zemí EU, pak je vliv kurzového závazku na vývoz o něco vyšší. V tříletém období před zahájením se export zvýšil o 20,8 %.

Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR nakonec uvádí, že nelze posuzovat vývoj zahraničního obchodu pouze na základě oslabení české koruny, neboť na růst exportu a importu působí řada dalších faktorů, neboť jsou součástí HDP (viz kapitola 4.2.4.). (tisková zpráva Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR, 2017)

Pohled Asociace exportérů

Asociace exportérů shledává, že kurzový závazek České národní banky byl pro českou ekonomiku jednoznačným přínosem, a to na základě statistických údajů. Místopředseda Otto Daněk tvrdí, že pokud by se kurz koruny nacházel ve stejné hodnotě jako před zahájením intervencí, tedy na úrovni 25,7 Kč/ euro, vývozci by k srpnu roku 2016 v příhraničním pojetí přišli o 608 mld. Kč, což by pro obchodní bilanci České republiky znamenalo mínus 71 mld. Kč a v pojetí národním pokles o 522 mld. Kč a v obchodní bilanci 24 mld. Kč. Asociace exportérů, intervence České národní banky hodnotí jako prospěšné (Asociace exportérů, 2016).

4.3 Kritika kurzového závazku

Jedním z kritiků devizových intervencí ses stal ex prezident Václav Klaus, který uvádí, že již od zahájení kurzového závazku České národní banky byl jeho odpůrcem. Jeho nesouhlas spočívá v tom, že nevidí deflační riziko, a tak nesouhlasí ani s jeho zdůvodněním. Dále Václav Klaus řekl v anketě týdeníku Reflex o devizových intervencích, že: *„Nevěřím teorii a tím méně praxi inflačního cílování. A nevěřím ani názoru, že netrefení arbitrárně stanoveného inflačního cíle, který si stanovují sami centrální bankéři, znamená důvod k panice.“* (Reflex, 2015)

Václav Klaus uvádí, že v současných vyspělých zemích jsou příčiny problému zejména v reálné ekonomice, v nedostatečně velké konkurenceschopnosti firem a špatném rozmístění zdrojů. *„Tyto strukturální defekty politika „kvantitativního uvolňování“ pouze prodlužuje a dále umožňuje.“*

Institut Václava Klause vydal publikace „Byla deflace opravdovou hrozbou“ a „Spor o měnovou politiku v kontextu devizových rezerv“, kde je problematika kurzového závazku více probírána.

I současný prezident České republiky Miloš Zeman je kritikem zahájení devizových intervencí, a po celou dobu usiloval o jejich zrušení. Prohlásil, že intervence nikdy nepřinesly žádný prospěch. Miloš Zeman je zastáncem silné měny, která podle jeho slov *„Nutí k inovacím, zvyšování produktivity práce, vytváří tlak na konkurenceschopnost. Slabá měna je naopak jakýmsi polštářem, na kterém pohodlně spočíváme a naše motivace pro inovace je poněkud slabší.“* Pro Miloše Zemana je výhoda slabé měny pro exportéry

jen krátkodobou záležitostí zároveň při slabém kurzu je pro firmy nákladnější nakupovat nové technologie, stroje a know-how ze zahraničí.

Dále také uvedl, že „Kurz je cena měny a není důvod deformovat tržní prostředí intervencí,“ K ukončení kurzového závazku by podle prezidenta Zemana mělo dojít postupně, aby se nedocílilo prudkého posílení domácí měny, tak jak tomu bylo ve Švýcarsku.

4.4 Ukončení Kurzového závazku

Na mimořádném zasedání České národní banky dne 6. 4. 2017 se bankovní rada usnesla, že využívání kurzu české koruny jako nástroje měnové politiky ukončí a navrátí se do standardního režimu měnové politiky, ve kterém jsou úrokové sazby hlavním nástrojem. Kurz české koruny se může opět volně pohybovat v obou směrech pouze za působení nabídky a poptávky na devizovém trhu (ČNB, 2017).

4.4.1 Vývoj kurzu koruny po ukončení kurzového závazku

Kurz české koruny se po ukončení kurzového závazku v dubnu 2017 držel v pásmu 27-26 Kč/euro až do listopadu téhož roku, kdy koruna začala posilovat a dostala se tak pod 26 Kč/ euro.

Graf 11 Vývoj kurzu po ukončení kurzového závazku



Zdroj: Kurzy.cz, vlastní zpracování

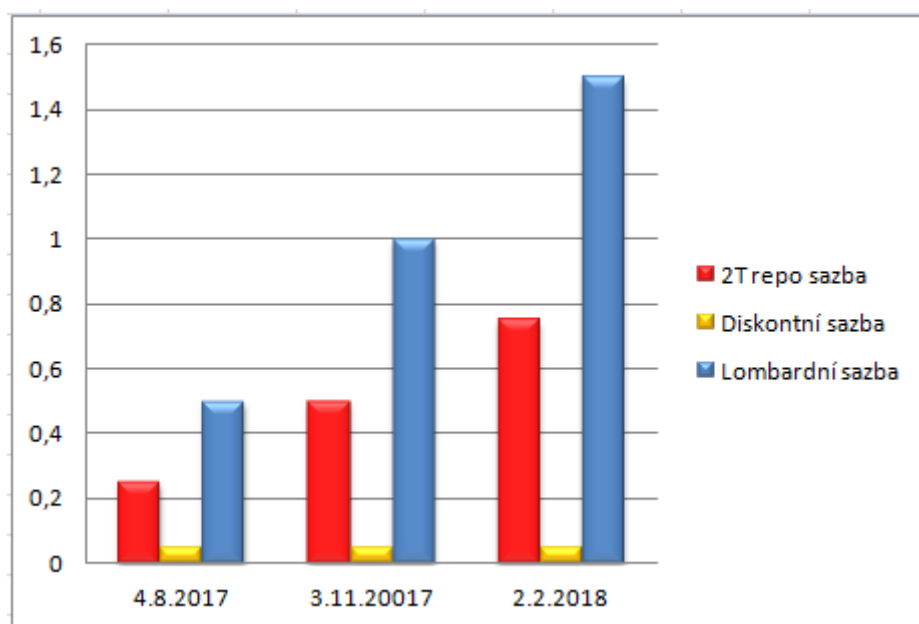
Česká koruna je v současné době nejsilněji posilující měnou na světě. Zvyšování úrokových sazeb a dobrý stav české ekonomiky vede zahraniční banky a investory k dokupování české měny. Také spekulanti stále drží a neprodávají korunu,

kterou nakoupili v době intervencí, a čekají na její další posílení. Poptávka tak převyšuje nabídku, čímž koruna posiluje.

4.4.2 Vývoj úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku

Česká národní banka se po ukončení kurzového závazku opět vrátila do standardního režimu využívání úrokových sazeb, jako hlavního nástroje měnové politiky. Postupný růst úrokových sazeb je viditelný na grafu 9. Zvýšení se projevilo na lombardní sazbě, která je v současné době na 1,50 %, a 2T repo sazbě, jejíž hodnota je 0,75 %, přičemž diskontní sazba se stále drží na svém minimu.

Graf 12 Vývoj úrokových sazeb po ukončení kurzového závazku



Zdroj: ČNB, 2018 - vlastní zpracování

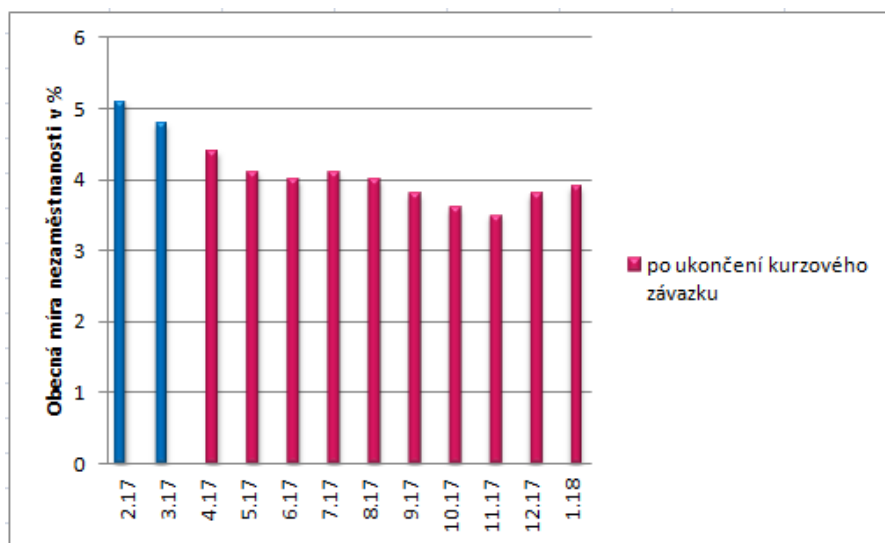
Zvyšování úrokových sazeb má vliv na zdražování úvěrů pro firmy. Pokud se zvedá úrok, za který si banky půjčují od centrální banky, tím více se to projeví na zdražování úroků pro klienty. Avšak dle slov guvernéra Jiřího Rusnoka, se Česká národní banka nechce unáhlit s příliš rychlým zvyšováním úrokových sazeb, s ohledem na kvantitativní uvolňování a záporné úrokové sazby v eurozóně, což by vedlo k velkým rozdílům mezi našimi sazbami a sazbami Evropské centrální banky.

Nízké úrokové sazby mají pozitivní vliv na trh práce. Jejich postupné zvyšování by v dohledné době neměli mít dopad na zhoršení situace na tomto trhu.

4.4.3 Vývoj nezaměstnanosti po ukončení kurzového závazku

Po ukončení kurzového závazku obecní míra nezaměstnanosti stále klesala, jak lze vidět na grafu 13. V září roku 2017 se dostala až pod hranici 4 % a v listopadu na nejnižší hodnotu 3,5 %. Česká republika si tak, i přes mírné zvýšení v prosinci 2017 a lednu 2018, drží prvenství v nejnižší nezaměstnanosti v EU.

Graf 13 Vývoj nezaměstnanosti po ukončení kurzového závazku



Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Také volná pracovní místa nadále rostou a od dubna 2017 do ledna 2018 se jejich počet zvedlo o 71,6 tis. V porovnání od zahájení kurzového závazku se počet volných pracovních míst zčtyřnásobil.

Tabulka 4 Volná pracovní místa v roce 2017

Období	Volná pracovní místa tis. osob
31. 1. 2017	135,5
28. 2. 2017	143,1
31. 3. 2017	150,9
30. 4. 2017	159,1
31. 5. 2017	174,0
30. 6. 2017	183,5
31. 7. 2017	188,1
31. 8. 2017	199,3
30. 9. 2017	206,1
31. 10. 2017	209,9
30. 11. 2017	213,8
31. 12. 2017	216,6
31. 1. 2018	230,7

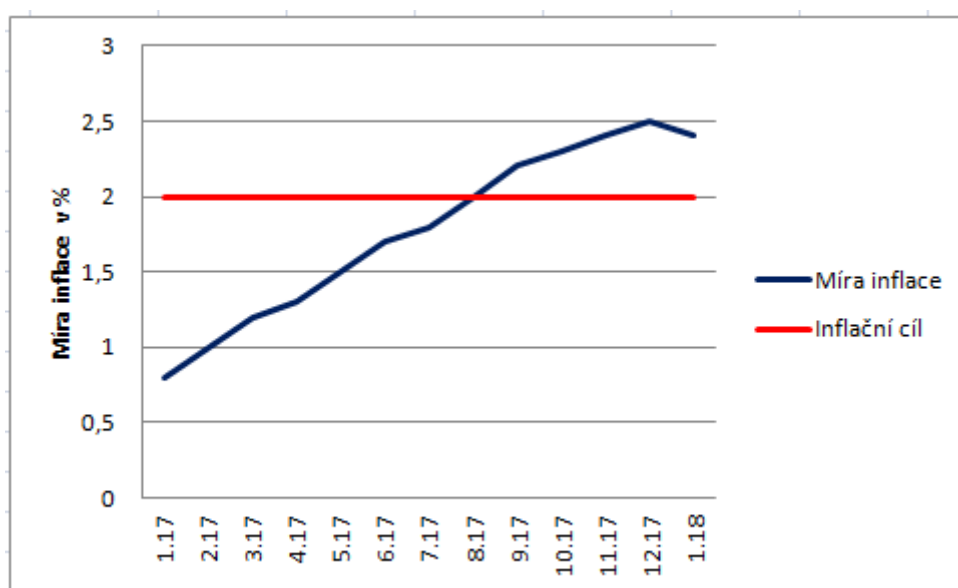
Zdroj: ČNB, 2018 - vlastní zpracování

Česká národní banka svým kurzovým závazkem pomohla zlepšit situaci na trhu práce. Snížit nezaměstnanost díky vytvoření nových pracovních míst.

4.4.4 Vývoj inflace po ukončení kurzového závazku

Inflace v České republice má od roku 2016 rostoucí tendenci. Tento trend pokračuje i v roce 2017. V srpnu se dostala inflace na 2% cíl České národní banky a stále rostla.

Graf 14 Vývoj inflace po ukončení kurz. závazku (index spotřebitelských cen)



Zdroj: ČSÚ, 2018 - vlastní zpracování

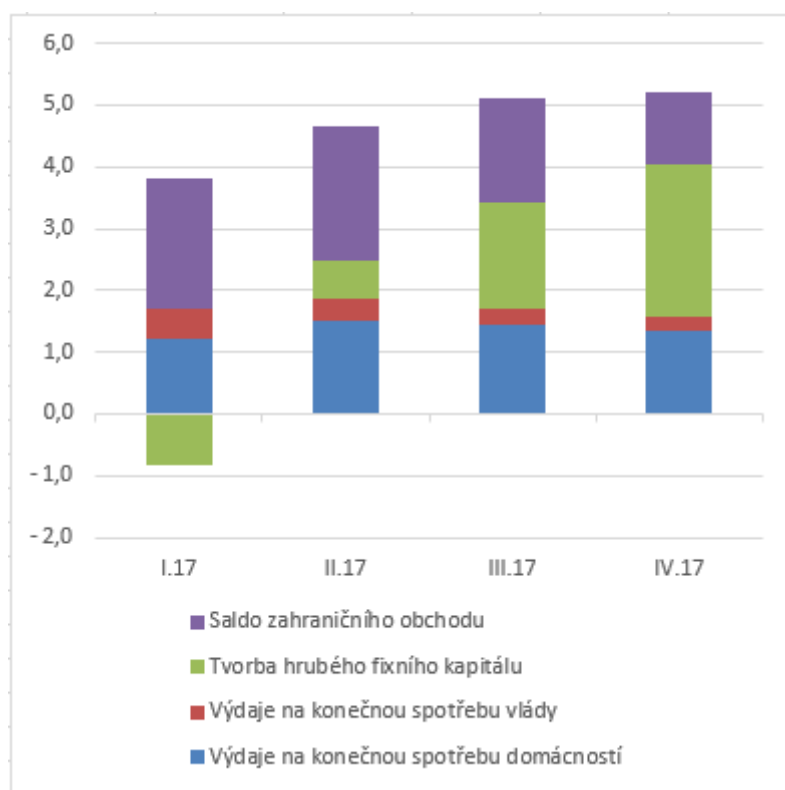
Největší vliv na růst inflace mělo zvyšování cen v oddíle potravin a nealkoholických nápojů, nájemného, pohonných hmot a stravovacích služeb. Také ceny alkoholických nápojů, tabáku a oděvů působily na rostoucí inflaci, která byla v roce 2017 na hodnotě 2,5 % a stala se nejvyšší za posledních 5 let. Ceny zboží v jednotlivých oddílech spotřebního koše se zvýšily o 2,2 % a ceny zboží o 2,9 %.

4.4.5 Vývoj HDP po ukončení kurzového závazku

Česká ekonomika se v současné době nachází ve vzestupné fázi hospodářského cyklu, mírně nad svým potenciálem. Hlavním tahounem je spotřeba domácností, oživený růst investic a vývoz. V této souvislosti je možné uvažovat také vliv ekonomického růstu v sousedním Německu, který se značně podílí na růstu HDP v EU.

HDP za rok 2017 činilo 4,5 %. Meziročně vzrostlo ve 4. čtvrtletí o 5,2 %. Klíčovým faktorem celoročního růstu byla zahraniční poptávka. Ta přispěla 1,8 p. b., spotřeba domácností 1,4 p. b. a investiční aktivita 1,2 p. b.

**Graf 15 Příspěvky k meziročnímu reálnému růstu HDP
(očistěno od dovozu pro konečné užití)**



Zdroj: ČSÚ, 2018 vlastní zpracování

5 Zhodnocení

V důsledku finanční krize se česká ekonomika nacházela v roce 2012-2013 v recesi. V evropských zemích působil strach z deflačního tlaku a výjimkou nebyla ani Česká republika. Česká národní banka využívala pro posílení ekonomiky své standardní nástroje měnové politiky, kterými jsou úrokové sazby, ty se však dostaly na úroveň technické nuly a nebylo možné je dále použít, proto se v listopadu 2013 rozhodla pro uvolnění měnové politiky jednostranným kurzovým závazkem, a to oslabit českou měnu a držet na hladině 27 Kč/euro.

Hlavní cíle kurzového závazku České národní banky byly:

- odvrátit riziko reálně hrozící deflace
- dříve dosáhnout inflačního cíle
- rychleji oživit ekonomiku
- dříve opustit hladinu nulových úrokových sazeb (a vrátit se k využívání základního měnověpolitického nástroje)

V průběhu kurzového závazku se pohybovala inflace mimo toleranční pásmo, a to především v roce 2014-2015, kdy její hodnota spadla až na 0,4 %, což bylo způsobeno především propadem regulovaných cen, cen pohonných hmot a situací v eurozóně. V následujících letech se však inflace začala odlepovat od deflačního dna a v roce 2017 se dostala do tolerančního pásma a v srpnu dosáhla k 2% cíli.

Česká ekonomika se v roce 2013 držela v záporných hodnotách. Po zavedení kurzového závazku se začala pomalu probírat a už na začátku roku 2014 se HDP dostalo do kladných hodnot. K tomu nejvíce přispěly investice a spotřeba domácností, což Česká národní banka predikovala. Svůj podíl na oživení mělo také zvýšení exportu, kterému napomohlo oslabení koruny.

Jedním z vedlejších přínosů devizových intervencí bylo podpoření trhu práce a snížení nezaměstnanosti. Ta se ze 7 % dostala až na současných 3,9 %. Také volná pracovní místa se od roku 2013 zvýšila z 58, tis na 230,7 tis., což je čtyřnásobný nárůst. Česká republika s tak drží prvenství v nejnižší nezaměstnanosti v EU.

Česká národní banka na oslabení kurzu vynaložila celkovou sumu okolo 2 000 mld. Kč, přičemž nejvíce intervenovala právě ke konci kurzového závazku, a to v hodnotě 520 mld. Kč.

Shrnutí:

- Česká národní banka splnila 2% inflační cíl
- Odvrátila riziko deflace
- Pomohla oživení ekonomiky a růstu HDP
- Kurzový závazek měl nepřímo velmi dobrý vliv na trh práce, díky oživení ekonomiky pomohl snížit nezaměstnanost a zvýšení počtu pracovních míst
- Oslabená měna podpořila export
- Vrátila se k používání základních měnověpolitických nástrojů.

Česká národní banka splnila své cíle, kterých chtěla dosáhnout za pomoci kurzového závazku, který se stal mimořádně účinný.

Kurzový závazek je velmi široké téma, které by se dalo zkoumat z mnoha pohledů, převyšuje tak možnosti bakalářské práce.

6. Závěr

Kurzový závazek České národní banky působil v české ekonomice od listopadu 2013 do dubna 2017. Jeho hlavním úkolem bylo odvrátit reálně hrozící deflační riziko a dostat inflaci zpět do tolerančního pásma a na úroveň stanoveného 2% inflačního cíle. Dále pak rychleji oživit ekonomiku a moci dříve opustit hladinu nulových úrokových sazeb.

Rok po ukončení kurzového závazku se stav české ekonomiky vyvíjí velmi pozitivním směrem. HDP se od roku 2014 drží v kladných číslech a v současné době stále roste. Tomu nejvíce přispěly investice a spotřeba domácností. Svůj podíl na oživení má také zvýšení exportu a to o 25,2 % od roku 2013 do roku 2016. Díky růstu HDP se také daří na trhu práce, kde se od začátku kurzového závazku do současnosti snížila nezaměstnanost o 3 % a volná pracovní místa se zčtyřnásobila. Inflace se v lednu 2018 dostala nad hranici 2% inflačního cíle, a to na úroveň 2,5 % a stala se tak nejvyšší za posledních 5 let. Česká národní banka se po několika letech vrátila opět k využívání úrokových sazeb a již po třetí navýšila dvě ze svých sazeb, které se tak dostaly od nulové úrovně.

Zvyšování úrokových sazeb a dobrý stav české ekonomiky vede zahraniční banky a investory k nákupu české měny, která se tak stala nejsilněji posilující světovou měnou. Současný kurz české koruny se nachází pod 25,50 Kč/ euro a je tak silnější, než jaký byl před kurzovým závazkem.

Česká národní banka svou měnovou politikou za pomoci kurzového závazku splnila všechny své definované cíle na základě vývoje jednotlivých makroekonomických ukazatelů.

7. Seznam použitých zdrojů

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy: učebnice s programem na generování cvičných testů*. Praha: Grada Publishing, 2016. ISBN 978-80-247-5871-8.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN isbn:80-7261-051-1.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. ISBN 80-7261-132-1.

ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.

HŘEBÍK, František. *Obecná ekonomie*. 3., upr. vyd. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2013. ISBN 978-80-7380-467-1.

POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.

JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3258-9.

PTATSCHEKOVÁ, Jitka a Jaroslava DITTRICHOVÁ. *Dvacet let české koruny: na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4681-4.

BRČÁK, Josef, Bohuslav SEKERKA a Dana STARÁ. *Makroekonomie - teorie a praxe*. Plzeň: Vydavatelství a nakladatelství Aleš Čeněk, 2014. ISBN 978-80-7380-492-3.

MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.

TAUŠER, Josef. *Měnový kurz v mezinárodním podnikání*. Praha: Oeconomica, 2007. ISBN 978-80-245-1165-8.

KALÍNSKÁ, Emilie. *Mezinárodní obchod v 21. století*. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3396-8.

NEUMANN, Pavel, Pavel ŽAMBERSKÝ a Martina JIRÁNKOVÁ. *Mezinárodní ekonomie*. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3276-3.

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

Česká národní banka - Informace a fakta. [online]. [cit. 15-02-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/fact_sheet.html

Česká národní banka - Komentář ČNB ke zveřejněným údajům o vývoji inflace v říjnu 2013. [online]. [cit. 15-02-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/stanoviska/stanoviska_2013/13_10_inflace.html

Česká národní banka - Měnověpolitické nástroje. [online]. [cit. 15-02-2018]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#devint

Česká národní banka - Co to je nominální a reálný měnový kurz? [online]. [cit. 17-02-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_nominalni_a_realny_menovy_kurz.html

Česká národní banka – Česká ekonomika na cestě k oživení [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/2014.html

Česká národní banka – Kurzový závazek a jeho vliv na ekonomiku [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/2015.html

Kurzy.cz – Graf EUR/Kč, ČNB, grafy kurzů měn [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/kurzy-men/grafy/CZK-EUR/>

Česká národní banka - Devizové rezervy - časová řad. [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/platebni_bilance_stat/devizove_rezervy/drs_rada.htm

Česká národní banka - ČNB nakoupila devizy za zhruba 200 miliard Kč. [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb/2013/20131125_dekadni_bilance.html

Aktuálně.cz - ČNB v březnu nakoupila víc eur než za celý loňský rok. Spekulanty na korunu nalákal i Zemanův výrok. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://zpravy.aktualne.cz/finance/cnb-za-jediny-mesic-nakoupila-vic-eur-nez-za-cely-lonsky-rok/r~94221c28348d11e7bc55002590604f2e/?redirected=1520107311>

Aktuálně.cz - Na umělé oslabení měny dala ČNB přes dva biliony korun [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/zname-konecny-ucet-za-intervence-cnb-nakoupila-eura-za-vice/r~8e2931284b5b11e7b65b0025900fea04/?redirected=1519991771>

Ministerstvo financí ČR - Zpráva o vývoji finančního trhu v roce 2014 [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/soukromy-sektor/financni-stabilita-a-dohled/vyvoj-financniho-trhu/2014/zprava-o-vyvoji-financniho-trhu-v-roce-2-21618>

Kurzy.cz – Makroekonomie [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://www.kurzy.cz/makroekonomika/inflace/>

Česká národní banka - Jak se vyvíjela lombardní sazba ČNB? [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_lombardni_sazba_cnb.html

Česká národní banka - Jak se vyvíjela diskontní sazba ČNB? [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_diskontni_sazba_cnb.html

Česká národní banka - Jak se vyvíjela dvoutýdenní repo sazba ČNB? [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_vyvijela_dvoutydenni_repo_sazba_cnb.html

Aktuálně.cz - Proč koruna rychle posiluje? Banky a fondy chtějí vydělat ještě víc, vysvětluje ekonom [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/proc-koruna-rychle-posiluje-rozhovor-miroslav-novak/r~b6523012aa7b11e7b128002590604f2e/>

Český statistický úřad - Vývoj ekonomiky České republiky - v roce 2014 [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-4-ctvrtleti-2014-ljz3yh9xlg>

Český statistický úřad - Vývoj ekonomiky České republiky - v roce 2015 [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/vyvoj-ekonomiky-ceske-republiky-4-ctvrtleti-2015>

Statistika&M - Spotřeba domácností táhla růst HDP [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <http://www.statistikaamy.cz/2017/01/spotreba-domacnosti-tahla-rust-hdp/>

Český statistický úřad - Tvorba a užití HDP - 4. čtvrtletí 2017 [online]. [cit. 07-03-2018]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cr/tvorba-a-uziti-hdp-4-ctvrtleti-2017>

ARAD. [online]. [cit. 07-03-2018]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>

Česká národní banka - Prezentace a vystoupení představitelů ČNB – 2017 [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/2017.html

Český statistický úřad - Hlavní makroekonomické ukazatele [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr

Česká národní banka - Vyhodnocení ekonomické situace rok po přijetí kurzového závazku [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/2014_IV/boxy_a_prilohy/zoj_2014_IV_box_1.html

Reflex - Odpovědi Václava Klause na anketu týdeníku Reflex o devizových intervencích ČNB [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://www.klaus.cz/clanky/3843>

Česká televize - *Zeman přirovnal autory devizových intervencí ke Stalinovi* [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/2091540-zeman-prirovnal-autory-devizovych-intervenci-ke-stalinovi>

Novinky.cz - *Zeman: Silná koruna by nutila k inovacím, pomohla by ekonomice* [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <https://www.novinky.cz/ekonomika/393142-zeman-silna-koruna-by-nutila-k-inovacim-pomohla-by-ekonomice.html>

Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR – Analýzy - Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <http://amsp.cz/category/analyzy/>

Asociace exportérů - *Bez měnových intervencí ČNB by export přišel o 608 miliard korun* [online]. [cit. 05-03-2018]. Dostupné z: <http://www.asociaceexporteru.cz/asociace-exporteru-bez-menovych-intervenci-cnb-by-export-prisel-o-608-miliard-korun/>