

Devizové intervence České národní banky a jejich vliv na českou ekonomiku

Bakalářská práce

Vedoucí práce:

Ing. Veronika Kajurová, Ph.D.

Simona Schořová

Brno 2016

Na tomto místě bych ráda poděkovala vedoucí mé bakalářské práce Ing. Veronice Kajurové, Ph.D. za cenné rady, ochotu a odborné vedení, které byly velice důležité pro zpracování této práce.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Devizové intervence České národní banky a jejich vliv na českou ekonomiku**

vypracoval/a samostatně a veškeré použité prameny a informace jsou uvedeny v seznamu použité literatury. Souhlasím, aby moje práce byla zveřejněna v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách ve znění pozdějších předpisů, a v souladu s platnou *Směrnicí o zveřejňování vysokoškolských závěrečných prací*.

Jsem si vědom/a, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

Dále se zavazuji, že před sepsáním licenční smlouvy o využití díla jinou osobou (subjektem) si vyžádám písemné stanovisko univerzity o tom, že předmětná licenční smlouva není v rozporu s oprávněnými zájmy univerzity, a zavazuji se uhradit případný příspěvek na úhradu nákladů spojených se vznikem díla, a to až do jejich skutečné výše.

V Brně dne 23. května 2016

Abstract

Schořová, S. Foreign exchange intervention of Czech National Bank and its influence on Czech economy. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2016. The aim of the bachelor thesis is to evaluate influence of foreign exchange intervention of Czech National Bank on Czech economy. Thesis analyzes developing of chosen macroeconomic indexes in context of monetary intervention. There is also a part in thesis that contains outline of studies that deal with foreign exchange intervention in other countries.

Keywords

Foreign exchange intervention, monetary policy, central bank, inflation, deflation, GDP, exchange rate

Abstrakt

Schořová, S. Devizové intervence České národní banky a jejich vliv na českou ekonomiku. Bakalářská práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016. Cílem práce je zhodnotit vliv devizových intervencí České národní banky na českou ekonomiku. Práce se zabývá analýzou vývoje vybraných makroekonomických ukazatelů v kontextu devizových intervencí. Součástí práce je i přehled zahraničních studií zabývajících se devizovými intervencemi v jiných státech.

Klíčová slova

Devizové intervence, monetární politika, centrální banka, inflace, deflace, GDP, směnný kurz.

Obsah

1	Úvod, cíl a metodika práce	9
1.1	Úvod	9
1.2	Cíl práce	9
1.3	Metodika práce	10
2	Teoretické aspekty hospodářské politiky	11
2.1	Cíle hospodářské politiky	11
2.2	Základní teoretické směry	12
2.3	Fiskální politika	13
2.4	Měnová politika	14
2.4.1	Cíle monetární politiky	14
2.4.2	Nástroje monetární politiky	16
2.4.3	Nástroje monetární politiky České národní banky	19
2.5	Inflace	20
2.6	Deflace	22
2.6.1	Deflační spirála	24
2.7	Přehled studií zabývajících se devizovými intervencemi v jiných státech	25
3	Devizové intervence v České republice	28
3.1	Stav ekonomiky vedoucí k zahájení devizových intervencí	28
3.2	Analýza vlivu devizových intervencí na vybrané makroekonomické ukazatele	31
3.2.1	Vývoj kurzu české koruny	31
3.2.2	Vývoj HDP	32
3.2.3	Export a import	35
3.2.4	Struktura spotřeby domácností	36
3.2.5	Inflace	38
3.2.6	Nezaměstnanost	39
3.3	Scénář opuštění devizových intervencí	41
3.4	Reakce veřejnosti na devizové intervence	42

4	Diskuze nad účinností devizových intervencí	44
4.1	Devizové intervence ve Švýcarsku	44
4.2	Devizové intervence v Izraeli.....	47
4.3	Diskuze intervencí v České republice	49
5	Závěr	51
6	Literatura	52

Seznam obrázků

Obr. 1	Magický čtyřúhelník	12
Obr. 2	Deflace způsobená poklesem poptávky	23
Obr. 3	Deflace způsobená růstem nabídky	23
Obr. 4	Prognóza vývoje HDP	29
Obr. 5	Prognóza inflace z listopadu 2013	30
Obr. 6	Graf vyrovnané a skutečné hodnoty kurzu CZK/EUR od roku 2012 do roku 2016, denní data	32
Obr. 7	Meziroční změna HDP v % (ČR), čtvrtletní data	33
Obr. 8	Vývoj složek HDP v %, čtvrtletní data	34
Obr. 9	Srovnání meziroční změny HDP v ČR a EU, roční data	35
Obr. 10	Vývoj dovozu, vývozu a jejich salda v ČR, čtvrtletní data	36
Obr. 11	Vývoj spotřeby domácností v meziročním srovnání v %, čtvrtletní data	37
Obr. 12	Meziroční míra inflace v %, měsíční data	39
Obr. 13	Podíl nezaměstnaných osob v %, měsíční data	40
Obr. 14	Prognóza inflace ze dne 4. 2. 2016	41
Obr. 15	Vývoj kurzu CHF/EUR, měsíční data	44
Obr. 16	Vývoj meziroční míry inflace ve Švýcarsku v %, čtvrtletní data	46
Obr. 17	Poměr rezerv BOI k HDP v %, roční data	48

Seznam tabulek

Tab. 1	Inflační cíle ČNB	16
Tab. 2	Vývoj úrokových sazeb vyhlášených ČNB od roku 2008	20

1 Úvod, cíl a metodika práce

1.1 Úvod

Od listopadu roku 2013 probíhají dle rozhodnutí České národní banky devizové intervence. Jedná se o téma, které je velice diskutované, jelikož má široké dopady na všechny ekonomické subjekty.

Devizové intervence jsou nástroj monetární politiky, jehož použití je poměrně neobvyklé a přistupuje se k němu, když není možno ekonomiku ovlivňovat pomocí jiných, tradičnějších nástrojů monetární politiky, jako je například snižování úrokových sazeb vyhlášených centrální bankou.

Tyto intervence byly předmětem velkého množství diskuzí laické i odborné veřejnosti, jejichž výsledky byly dosti rozdílné. Důvodem ke zvolení tohoto tématu byla touha se v dané problematice zorientovat a utvořit si o ní vlastní představu.

V teoretické části práce budou rozebírány nejprve obecné cíle hospodářské politiky, poté nástroje, které jsou v rámci hospodářské politiky k dispozici pro ovlivňování ekonomiky, z nichž nejvíce prostoru bude vzhledem k tématu práce věnováno nástrojům měnové politiky a cílům České národní banky v této oblasti. Další část bude věnována nástrojům, které má k dispozici a používá konkrétně Česká národní banka a následovat bude kapitola o inflaci, jakožto středobodu monetární politiky centrální banky a také kapitola o deflaci, jako hlavnímu důvodu k devizovým intervencím. V práci je zařazena také kapitola uvádějící přehled vybraných studií, které se problematikou devizových intervencí zabývaly v jiných ekonomikách, včetně jejich dopadů.

V praktické části bude nejprve pojednáno o stavu ekonomiky, který vedl k přijetí kurzového závazku. Poté budu pomocí porovnávání vybraných makroekonomických ukazatelů před a po přistoupení k intervencím hodnotit dopad těchto intervencí na ekonomiku. Ke zkoumaným makroekonomickým ukazatelům patří například míra inflace, hrubý domácí produkt (HDP), struktura výdajů domácností na spotřebu nebo vývoj salda exportu a importu. Součástí kapitoly je také základní přehled o možnostech opuštění kurzového závazku do budoucna a o reakcích veřejnosti na devizové intervence.

Následovat bude diskuze nad účinností devizových intervencí, jejíž součástí bude i krátký přehled o devizových intervencích uplatňovaných v jiných zemích. O důvodech, které k nim vedly i o jejich samotném průběhu. Tato část se bude týkat konkrétně devizových intervencí ve Švýcarsku a v Izraeli.

1.2 Cíl práce

Cílem bakalářské práce je zhodnotit vliv devizových intervencí České národní banky probíhajících od listopadu roku 2013 na českou ekonomiku.

1.3 Metodika práce

Teoretická část obsahuje teoretická východiska k hospodářské politice včetně kapitol o inflaci a deflaci, jako důležitých ukazatelů pro rozhodování o provádění monetární politiky. Rozhodující pro úspěšné zpracování této části práce bylo nastudování příslušné literatury a utřídění získaných poznatků do jednotlivých kapitol.

Praktická část bakalářské práce je koncipována jako analýza rozličných časových řad. Tyto časové řady představují vývoj nejrůznějších makroekonomických ukazatelů, k nimž patří například HDP, míra inflace, informace o exportu a importu nebo vývoj měnového kurzu.

Díky těmto datům je možné porovnání stavu ekonomiky před devizovými intervencemi a po nich, což je vždy komentováno v příslušné kapitole.

U každého grafu znázorňujícího časovou řadu daného ukazatele je vždy uvedeno, v jaké periodicitě jsou daná data uváděna. Nejmenší periodicitu se vyskytuje v případě sledování vývoje měnového kurzu CZK/EUR, kdy se jedná o denní data a největší periodicitu mají data srovnávající vývoj HDP v České republice a v Evropské unii, která jsou v roční formě.

Součástí práce je také komparace devizových intervencí prováděných v České republice a v jiných ekonomikách, ve kterých bylo k devizovým intervencím přistoupeno, konkrétně ve Švýcarsku a v Izraeli.

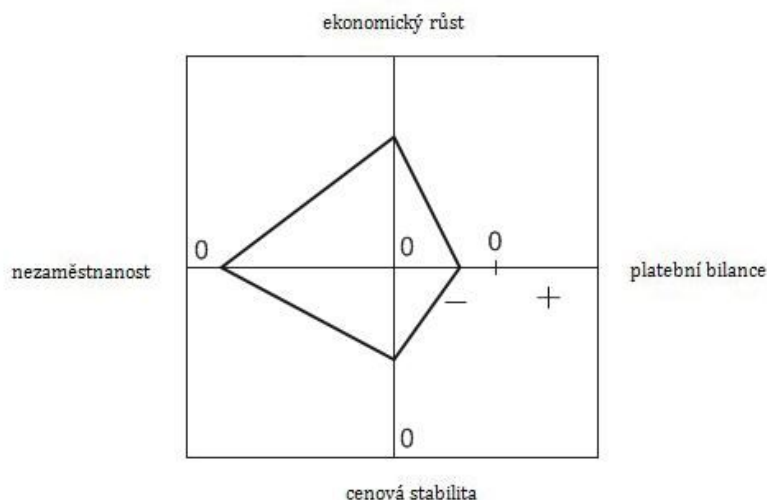
2 Teoretické aspekty hospodářské politiky

Obecným důvodem pro intervence do ekonomiky je provádění hospodářské politiky státu. „*Hospodářskou politikou rozumíme souhrn cílů, nástrojů, rozhodovacích procesů a konkrétních opatření státu.*“ (Fuchs, Tuleja 2003, s. 156) Další definice říká, že „*hospodářská politika je činnost státu vedoucí k ovlivnění zvolených makroekonomických agregátů.*“ (Dušková, 2015, s. 7)

2.1 Cíle hospodářské politiky

Jak uvádí Jurečka (2013, s. 324), stát zasahoval do ekonomiky už odedávna, ať už to bylo kvůli vybírání daní, aby mohly být pořizovány veřejné statky nebo vedeny války, nebo například při zajišťování základních legislativních pravidel, které musí na každém trhu existovat, aby subjekty na trhu figurující věděly, podle jakých pravidel se zde mají nebo nemají chovat. S postupem času se vyvíjely ekonomiky a vyvíjely se i cíle hospodářské politiky. Mezi základní, neboli tradiční, makroekonomické cíle, kterých má být v ideální ekonomice dosahováno, řadíme: cenovou stabilitu, plnou zaměstnanost, ekonomický růst a vyrovnanou platební bilanci (Jurečka, 2013, s. 328).

Ovšem problém s těmito cíli je ten, že není možné současně dosahovat všech zároveň, neboť jsou ve vzájemném konfliktu, jak uvádí Jurečka (2013, s. 328), tento konflikt je zřejmý ať už z dlouhodobého pozorování nebo například ze vztahu inflace a nezaměstnanosti plynoucího z Phillipsovy křivky. Tento konflikt bývá často demonstrován pomocí tzv. magického čtyřúhelníku, který má na svých osách vyznačenu: *cenovou stabilitu* vyjádřenou jako průměrnou roční míru inflace v procentech, *ekonomický růst* vyjádřený jako průměrné roční tempo růstu reálného HDP v procentech, *nezaměstnanost* jako průměrnou roční míru nezaměstnanosti v procentech a *platební bilanci* jako průměrný podíl salda běžného účtu na nominálním produktu.



Obr. 1 Magický čtyřúhelník

Zdroj: Vlastní zpracování podle Dušková, 2013, str. 27

Všechny makroekonomické ukazatele, které jsou v nákresu obsaženy, se ve skutečnosti navzájem ovlivňují. Změna v jedné veličině s sebou přináší změnu ve veličině druhé a naopak. Úspěšnost hospodářské politiky se dá na základě magického čtyřúhelníku vyhodnocovat pomocí obsahu konkrétního čtyřúhelníku. Obecně se udává, že je hospodářská politika tím úspěšnější, čím dále od počátku souřadnic je daná makroekonomická veličina umístěna, tedy čím ostřejší úhel na dané ose, tím lepší výsledek. Tuto interpretaci ovšem nemůžeme brát doslovně, jelikož například ideální míra inflace neodpovídá nulové hodnotě a podíl salda platební bilance na nominálním produktu by v ideálním případě měl být nulový.

Kvůli konfliktnosti cílů došlo k tomu, že jsou většinou řazeny podle důležitosti, která je jim v daném období připisována. Zatímco zhruba do 70. let minulého století byla za hlavní cíl považována nízká nezaměstnanost, tento cíl je dnes většinou odsunut na druhé místo a první post zaujala stabilní cenová hladina (Dušková, 2015, s. 27).

2.2 Základní teoretické směry

Na hospodářskou politiku se můžeme kromě tohoto vcelku konkrétního pohledu spočívajícím ve stanovování konkrétních cílových hodnot makroekonomických ukazatelů podívat i z jiného pohledu a to z toho, zda má stát vůbec v takovém rozsahu, aby ovlivňoval hodnoty makroekonomických veličin, do ekonomiky zasahovat a zda svými zásahy trhu jen neuškodí, jelikož jimi pouze zmate očekávání ekonomických subjektů. Jedná se o dva hlavní směry v ekonomické teorii a to o liberalismus a intervencionismus.

Liberální přístup k hospodářské politice říká, že stát by měl zajistit ochranu nutných rámcových podmínky pro fungování trhu, jako je například ochrana konkurence nebo zajišťování veřejných statků, jejichž pořízení je pro samotné jedince příliš nákladné. Pak by měl stát také zajistit vnitřní a vnější zabezpečení a ochranu vlastnických práv (Kliková, Kotlán a kol., 2012, s. 74). Více by do fungování trhu zasahovat neměl, jelikož trh má schopnost se automaticky navracet do rovnováhy. V liberálních směrech tedy hospodářská politika nějak výrazně rozvíjena nebyla. K liberálním směrům řadíme například monetarismus nebo ordoliberalismus.

Naopak intervencionistický přístup k hospodářské politice říká, jak uvádí Kotlán (2001, s. 10), že ekonomika nedokáže sama vyřešit všechny problémy. A právě v tomto vidí intervencionistický přístup prostor pro provádění intervencí v ekonomice, tedy pro provádění hospodářské politiky. Nejznámějším intervencionistickým směrem je keynesiánství.

Oba tyto směry mají své argumenty pro i proti provádění zásahů do ekonomiky a není možné stanovit ani kvalifikovaným odhadem, zda je lepší liberální nebo intervencionistický přístup k hospodářské politice. To je i důvod, proč se v minulosti oba přístupy střídaly v pozici směru preferovaného. Většinou byl preferován směr opačný tomu, který byl aplikován před zrovna aktuální krizovou situací na trhu. Například krach na burze v New Yorku v roce 1929 a následná Velká hospodářská krize měly za následek nahrazení liberalismu, který nedokázal navrátit ekonomiku do utěšivého stavu, intervencionismem.

2.3 Fiskální politika

Hospodářská politika má k dispozici velké množství nástrojů, které může pro ovlivňování ekonomiky používat a na rozlišování těchto nástrojů je postaveno i dělení hospodářské politiky. Každý z těchto nástrojů má odlišný mechanismus a je vhodný pro dosahování jiného cíle.

Jako první se práce bude zabývat politikou fiskální, i když velice stručně, jelikož se na ni primárně nezaměřuje. Fiskální politika je druh hospodářské politiky, který pro dosahování svých cílů využívá příjmovou a výdajovou stranu státního rozpočtu. Podle jiné, poněkud delší, definice „*fiskální politikou rozumíme využívání takových nástrojů, jako jsou výdaje ze státního rozpočtu, daně, cla, pravidla amortizace apod. k ovlivňování ekonomických procesů. Jde zejména o záměrné změny ve výdajích ze státního rozpočtu a v daních s cílem uvést ekonomiku do rovnováhy a podporovat její růst.*“ (Jurečka, 2013, s. 188)

Fiskální politiku dělíme na expanzivní nebo restriktivní. Expanzivní politika má za následek růst agregátní poptávky a restriktivní naopak pokles (Dušková, 2015, s. 39). Jako příklad můžeme uvést zvýšení vládních výdajů, které působí přímo na růst agregátní poptávky. Jejich snížení má naopak za následek její pokles.

Jak uvádí Kliková, Kotlán a kol. (2012, s. 143), nástroje můžeme rozdělit na diskreční opatření a vestavěné stabilizátory. Rozdíl mezi nimi je v tom, že vestavěné stabilizátory působí dlouhodobě a automaticky. Mají tu vlastnost, že pomáhají

ekonomice vyrovnávat se s cyklickými výkyvy. Jako příklad vestavěného stabilizátoru můžeme uvést progresivní zdanění příjmu, kdy pokud se ekonomice daří a prosperuje, více obyvatel spadá do vyšších pásem zdanění a omezuje se tak nadměrný růst agregátní poptávky, jelikož více peněz utratí na daních a nemohou je pak promítnout do své spotřeby. Naopak ve fázi útlumu ekonomiky dochází k tomu, že se velké množství lidí přesouvá z vysokých pásem zdanění do nižších, jejich daňové zatížení není tak velké a peníze, které nemusí odvést na daních, mohou využít při své spotřebě, což má zase za následek utlumení propadu agregátní poptávky.

Naproti tomu diskreční opatření jsou jednorázová opatření, která nemají za následek korigovat výkyvy ekonomiky, ale působí pouze jednorázově na růst nebo pokles agregátní poptávky. Mezi diskreční opatření můžeme zařadit zvýšení nebo snížení vládních výdajů, jak bylo uvedeno již výše. Vidíme, že žádný dlouhodobější vyrovnávací efekt se zde nedá očekávat. Dále sem patří také například změna daňových sazeb či zavedení daně nové. (Kliková, Kotlán a kol., 2012, s. 144).

2.4 Měnová politika

Měnovou politiku je možno definovat jako typ hospodářské politiky, která se skrze nástroje měnové politiky snaží dosahovat svých cílů. Nositelem monetární politiky je centrální banka (Revenda et al., 2012, s. 214), v České republice Česká národní banka (ČNB).

2.4.1 Cíle monetární politiky

Hlavním cílem a úkolem centrální banky, jak vyplývá ze zákona č.6/1993Sb., o České národní bance, je péče o cenovou stabilitu. Cenovou stabilitou se myslí pozvolný mírný vzestup cen, čímž rozumíme stabilní a relativně nízkou inflaci. A právě o to, aby inflace splňovala tyto parametry, se stará ČNB. Podle Kotlána (2001, s. 12) se obecně udává, že ideální je meziroční míra inflace asi 2%. V prostředí relativně nízké inflace může mít inflace pozitivní efekt spočívající v motivaci zaměstnanců k lepšímu výstupu, jelikož budou očekávat pokles svých reálných mezd a tak, pokud nemají silnou vyjednávací pozici, se budou snažit své mzdy zvýšit růstem produktivity práce (Kliková, Kotlán a kol., 2012, s. 86). Podle ČNB se „v praxi stabilitou cen rozumí zpravidla nikoli doslova neměnnost cen, nýbrž jejich mírný růst. Růst cen odpovídající cenové stabilitě by měl zahrnovat statistické vychýlení směrem nahoru, k němuž dochází při měření růstu těchto cen, a měl by také dát dostatečný prostor pro drobné změny cenových relací, k nimž v každé ekonomice s efektivním cenovým systémem neustále dochází.“ (ČNB, 2003-2016a) Způsob, jak ČNB svého cíle v podobě cenové stability dosahuje, se nazývá cílování inflace.

Cílování inflace, jako způsob stanovení měnově politického cíle, bylo schváleno bankovní radou v prosinci roku 1997 a od roku 1998 vstoupilo v platnost. Tato metoda funguje tím způsobem, že bankovní rada ČNB zkoumá prognózy vývoje

ekonomiky a zvažuje také faktory, které by mohly vést k jinému vývoji ekonomiky, než je očekáván, a na základě svého odborného odhadu poté členové hlasují o tom, jaké nástroje by měly nebo neměly být pro dosažení stanoveného inflačního cíle použity. Zároveň je také inflační cíl sdělován veřejnosti, která, pokud chová důvěru v centrální banku, tento cíl ztotožňuje se svým inflačním očekáváním.

Inflační cíle byly tedy stanovovány již od roku 1998. Ovšem v období od tohoto roku až do roku 2001 byl stanovován inflační cíl v hodnotě tzv. čisté inflace, což je hodnota inflace oproštěná od vlivů, které centrální banka nemůže ovlivnit (Dušková, 2015, s. 61). Od roku 2002 jsou již inflační cíle stanovovány ve formě celkové inflace.

Pro stanovování výše této inflace je používán index spotřebitelských cen, který pracuje se spotřebním košem, jenž zohledňuje změnu v cenách těch položek, za které domácnosti nejvíce utrácí. A tento index se dělí právě na čistou inflaci, která obsahuje změnu cen položek, které nejsou cenově regulovány, a navíc je očištěna například od vlivu nepřímých daní. Další část indexu spotřebitelských cen tvoří regulované ceny, což jsou položky, do jejichž ceny je nějakým způsobem zasahováno. Podle cenového věstníku ministerstva financí, ve kterém jsou pravidelně zveřejňovány cenově regulované položky, se jedná například o mléčné výrobky dodávané do škol, které mají danou maximální cenu při prodeji konečnému spotřebiteli.

Z uvedeného vyplývá, že cílování čisté inflace není ideálním ukazatelem, co se týká jeho vypovídací schopnosti. Daleko lepší vypovídací schopnost má cíl stanovený v podobě inflace celkové, jak jej známe dnes.

Již od počátku využívání cílování inflace je vždy daný cíl formulován jako interval, ve kterém, pokud bude monetární politika centrální banky úspěšná, se hodnota inflace bude nacházet. Od roku 2006 je využíván tzv. bodový cíl inflace, kdy je stanovena procentuální hodnota a výsledná inflace by se měla nacházet do jednoho procenta okolo této hodnoty. Konkrétní inflační cíle ČNB od roku 1998 jsou uvedeny v následující tabulce.

Tab. 1 Inflační cíle ČNB

Rok	Cílová inflace	
1998	5,5 – 6,5 %	Čistá inflace
1999	4 – 5 %	
2000	3,5 – 5,5 %	
2001	2 – 4 %	
2002	3 – 5 %	Celková inflace
...		
2005	2 – 4 % / 1 – 3 %	Celková / čistá inflace
2006 – 2009	3 +/- 1 %	
2010 – přistoupení k eurozóně	2 +/- 1 %	Celková inflace

Zdroj: ČNB, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html, vlastní zpracování

Pokud je zabezpečen hlavní cíl ČNB v podobě cenové stability, může centrální banka podporovat obecnou hospodářskou politiku vlády, jako je ekonomický růst, zaměstnanost nebo vnější rovnováha.

Dalším klíčovým úkolem, který ČNB má, je zajišťovat finanční stabilitu. Toto její poslání vyplývá z cílů, které jsem již výše zmínila a také z nástrojů, které má k dispozici. Finanční stabilitou se rozumí funkčnost finančního systému, který je do jisté míry ovlivnitelný nástroji Centrální banky a je možné jej předpovídat a kontrolovat, což má přispět k větší odolnosti systému vůči šokům, které obvykle fungování finančního systému narušují.

ČNB definuje finanční stabilitu jako „*situaci, kdy finanční systém plní své funkce bez závažných poruch a nežádoucích důsledků pro současný i budoucí vývoj ekonomiky jako celku a zároveň vykazuje vysokou míru odolnosti vůči šokům.*“ (Česká národní banka, 2003-2016b)

Dalším klíčovým posláním ČNB je, dle zákona o České národní bance, také péče o bezpečné fungování finančního systému v České republice.

2.4.2 Nástroje monetární politiky

Jak uvádí Kliková, Kotlán a kol. (2012, s. 163), nástroje monetární politiky lze rozdělit na přímé a nepřímé. Liší se od sebe tím, že přímé nástroje působí na vybraný subjekt adresně a můžeme říci, že tak narušují přirozené fungování trhu. Tyto nástroje nejsou standardně využívány právě kvůli jejich tržně nekonformní povaze, ovšem zůstávají použitelným nástrojem monetární politiky pro případ nenadálých okolností v ekonomice a potřebě rychlých a razantních zákroků. Naopak nepřímé nástroje působí plošně na všechny subjekty a chod trhu tak zůstává nedotčen. Díky této jejich vlastnosti se jim také často říká nástroje tržní a jsou běžně využívány.

Mezi přímé nástroje patří podle Klikové, Kotlána a kol. (2012, str. 164):

- *limity úrokových sazeb* - mohou být stanoveny jako minimální, ale i maximální hodnota úroků poskytovaných bankou.
- *pravidla likvidity* - určování vztahu mezi aktivy a pasivy banky.
- *úvěrové stropy* - stanovují maximální hodnotu úvěrů.
- *povinné vklady* - vyjadřují povinnost bank mít vedený účet u centrální banky.
- *doporučení, výzvy a dohody* - představují prostředek pro vyjednávání a vzájemné porozumění mezi komerčními bankami a bankou centrální.

Mezi nepřímé nástroje patří podle Urbana (2015, str. 293):

- *Operace na volném trhu*

Běžně používaný nástroj, který je aplikován s cílem ovlivnění především úrokových měr. Jde o obchodování s, často státními, cennými papíry. Operace na volném trhu se dají provádět ve dvojím gardu a to buď jako nástroj monetární restrikce nebo monetární expanze. Pokud banka dané cenné papíry nakupuje, subjekty je bance odprodávají a výměnnou za ně dostávají peníze, čímž se zvětšuje monetární báze. Lidé mohou takto získané peníze držet, nebo uložit na účty v bankách, čímž se stávají součástí procesu multiplikace. V tomto případě se tedy jedná o operaci na volném trhu, která má charakter monetárně expanzivní. V opačném případě budou banky dané cenné papíry prodávat, subjekty výměnnou za peníze získávají cenné papíry, snižuje se tedy peněžní báze a je evidentní, že dochází k monetární restrikci. (Jurečka, 2013, s. 168).

- *Změny diskontních sazeb*

Běžně používaný nástroj, který ovlivňuje úrokové míry v ekonomice (Jurečka, 2013, str. 168). Může stejně jako operace na volném trhu působit jak expanzivně, tak restriktivně. Princip změn diskontních sazeb tkví v tom, že komerční banky při svém hospodaření často potřebují dodatečné finanční prostředky například na zajištění své likvidity nebo vytvoření rezerv.

Tuto situaci mohou řešit tím způsobem, že si dodatečné finanční prostředky vypůjčí od centrální banky. Centrální banka jim peníze poskytne za určitých podmínek, ke kterým patří zejména daná úroková sazba, kterou je diskontní sazba, jiným názvem také základní sazba nebo repo sazba.

Pokud centrální banka tuto sazbu zvyšuje, omezuje tím poptávku komerčních bank po dodatečných peněžních prostředcích. Tyto úvěry od centrální banky se kvůli vyšším úrokům pro banky komerční stávají dražšími, a budou je méně poptávat, což způsobí, že budou mít k dispozici méně peněz na poskytování úvěrů a když už si od centrální banky peníze vypůjčí, bude to za vysoký úrok. Od svých klientů tedy při poskytování úvěrů budou požadovat vyšší úroky, než by tomu bylo při

nižší diskontní sazbě. Zvyšování diskontní sazby má tedy za následek monetární restrikcí.

Opačně působí snižování diskontní sazby. V tomto případě se peníze pro komerční banky stávají dostupnějšími a úroková sazba, za kterou následně půjčují peníze svým klientům je také nižší než před snížením diskontní sazby. Dochází tedy k monetárně expanzivnímu efektu.

Jak uvádí Urban (2015, s. 294), komerční banky mohou získat úvěr od centrální banky i jiným způsobem, a to zastavením cenných papírů. Těmto úvěrům se říká lombardní úvěry a jsou úročeny lombardní úrokovou sazbou.

Pro komerční banky také existuje možnost uložit u centrální banky svoji přebytečnou likviditu za depozitní sazbu.

- *Změny povinných rezerv*

Nástroj, který má potenciál ovlivňovat množství volných peněžních prostředků v ekonomice. Centrální banka má totiž pravomoc určovat, jaké rezervy, tedy rezervy v jaké výši, jsou komerční banky povinny držet na jejich účtu zřízeném právě u centrální banky. Takto držené rezervy nemohou banky půjčovat svým klientům, ani s nimi jakkoliv jinak nakládat. Slouží tedy jednak jako nástroj pro ovlivnění množství peněz v ekonomice a jednak jako záruka toho, že banka je schopna dostát svým závazkům.

Zvyšování povinných rezerv je projevem monetárně restriktivních kroků, jelikož komerční banky budou nuceny více peněz držet ve formě rezerv a nebudou s nimi moci nakládat a tím je vyřadí z procesu multiplikace.

Naopak snižování povinných rezerv je projevem monetární expanze, jelikož množství peněz držených komerčními bankami ve formě rezerv se sníží a tyto uvolněné peníze mohou banky použít pro svoje aktivity jako je poskytování úvěrů, čímž zvyšují množství peněz v ekonomice. (Kliková, Kotlán a kol., 2012, s. 165).

- *Intervence na devizových trzích*

Nástroj monetární politiky, jehož fungování spočívá v tom, že centrální banka drží rezervy určitých měn jako je například euro nebo dolar, popřípadě může rezervy držet i ve formě zlata. Jak uvádí Jílek (2013, s. 391), pokud z nějakého důvodu chce ovlivnit vývoj měnového kurzu, ať už s cílem domácí měnu zhodnocovat nebo znehodnocovat, bude tyto rezervy prodávat a tím je uvolňovat do oběhu, nebo naopak nakupovat a zvyšovat tak již stávající rezervu.

Pokud bude centrální banka rezervy v cizích měnách nakupovat a uvolňovat tak do oběhu aktiva v měně domácí, povede to k depreciaci domácí měny a dalším očekávaným efektem je podpora exportu a útlum importu, jelikož zahraniční zboží se pro tuzemce stává dražším, což vede spolu s případným zvýšením množství peněz v ekonomice ke zvýšení inflace.

V opačném případě bude centrální banka prodávat své devizové rezervy a skupovat aktiva v domácí měně, což povede k protikladné reakci. Tímto krokem se bude snižovat množství domácí měny v oběhu a následně bude docházet k apreciaci domácího kurzu a ke snižování míry inflace.

Prostor pro devizové intervence, jako nestandardní nástroj měnové politiky, se zvětšuje obzvláště, když v ekonomice jsou úrokové míry vyhlášené centrální bankou již velice nízké a zároveň existuje riziko deflace. Klasický postup by v případě hrozící deflace byl snížit vyhlášené úrokové míry a tím zprostředkovaně zvýšit množství peněz v ekonomice a zvýšit tak cenový růst. Ovšem pokud úrokové sazby již snižovat není možné, nabízí se řešení v podobě devizových intervencí. (Pill, 2009, s. 335).

2.4.3 Nástroje monetární politiky České národní banky

V této kapitole budou rozvedena specifická nastavení nástrojů monetární politiky České národní banky, jako jsou k nalezení i na jejích stránkách. (Česká národní banka, 2003-2016c)

Operace na volném trhu praktikuje ČNB většinou ve formě dvoutýdenních repo operací, jejichž fungování spočívá v tom, že centrální banka přijímá od bank komerčních jejich přebytečné peněžní prostředky a výměnnou jim dává do držení cenné papíry s dohodou, že po čtrnácti dnech dojde ke zpětné operaci (repo operaci). Po dvou týdnech tedy komerční banky vrátí ČNB cenné papíry a dostanou zpět peníze, které si u Centrální banky uložily, zvýšené o předem dohodnutý úrok.

Maximálnímu úroku u těchto operací se říká dvoutýdenní repo sazba (2T repo sazba), ovšem skutečný úrok, který banky za provedení této operace obdrží, se určuje pomocí americké aukční procedury. Což znamená, že komerční banky požadují pro to, aby se této operace zúčastnily, různé výše úrokových sazeb a ČNB upřednostní obchod s těmi bankami, které požadují nižší úrok, tedy jim nebude muset vyplácet tak velké zhodnocení, jako bankám, které požadují úrok vyšší.

ČNB má dopředu stanoven objem peněžních prostředků, který chce z ekonomiky stáhnout a to, jestli se určitá komerční banka obchodu zúčastní, je závislé na objemu peněz, který chtějí do obchodu vložit banky, které se spokojí s nižším úrokem. Současná hodnota dvoutýdenní repo sazby je 0,05%.

Komerční banky mají možnost si své přebytečné finanční prostředky přes noc uložit u ČNB za daný úrok. Minimální finanční obnos, který chtějí banky uložit, musí být 10 milionů korun a tyto vklady jsou úročeny diskontní sazbou. Současná hodnota diskontní sazby je 0,05%.

Pro komerční banky zde existuje také možnost si přes noc finanční prostředky vypůjčit. Minimální objem této výpůjčky musí být opět alespoň 10 milionů korun a poplatkem za zapůjčení peněz je lombardní úroková sazba, jejíž výše je momentálně 0,25%, což z ní dělá nejvyšší Centrální bankou vyhlášenou úrokovou sazbu.

Povinné minimální rezervy bank v České republice fungují tak, jak bylo popsáno při obecném pojednání o nástrojích monetární politiky, ovšem, podle vyjádření ČNB (Česká národní banka, 2003-2016c) u nás fungují spíše jako záruka bezproblémového mezibankovního platebního styku, než jako nástroj pro ovlivňování množství peněz v ekonomice. V České republice je objem rezerv určen jako 2% ze základny pro výpočet povinných rezerv, kterou je objem závazků, v tomto případě vkladů, od nebankovních subjektů se splatností do 2 let.

V tabulce níže je uveden přehled vývoje úrokových sazeb vyhlášených Českou národní bankou. Je zřejmé, že všechny sazby byly postupně od počátku roku 2008 snižovány.

Devizové intervence jsou také nástrojem monetární politiky, který má k dispozici ČNB. Jedná se nákup nebo prodej cizí měny za domácí měnu, tedy za českou korunu. Využívají se pro uvolnění nebo zpřísnění monetární politiky nebo například také k tlumení volatility kurzu. Jejich význam roste především v situaci snížení měnověpolitických úrokových sazeb na technickou nulu, jako k tomu došlo právě ke konci roku 2011.

Tab. 2 Vývoj úrokových sazeb vyhlášených ČNB od roku 2008

Platná od:	Diskontní sazba (%)	Platná od:	2T repo sazba (%)	Platná od:	Lombardní sazba (%)	Platná od:	Povinné minimální rezervy (%)
8.2.2008	2,75	8.2.2008	3,75	8.2.2008	4,75	7.10.1999	2,00
8.8.2008	2,50	8.8.2008	3,50	8.8.2008	4,50		
7.11.2008	1,75	7.11.2008	2,75	7.11.2008	3,75		
18.12.2008	1,25	18.12.2008	2,25	18.12.2008	3,25		
6.2.2009	0,75	6.2.2009	1,75	6.2.2009	2,75		
11.5.2009	0,50	11.5.2009	1,50	11.5.2009	2,50		
7.8.2009	0,25	7.8.2009	1,25	7.8.2009	2,25		
1.10.2012	0,10	17.12.2009	1,00	17.12.2009	2,00		
2.11.2012	0,05	7.5.2010	0,75	7.5.2010	1,75		
		29.6.2012	0,50	29.6.2012	1,50		
		1.10.2012	0,25	1.10.2012	0,75		
		2.11.2012	0,05	2.11.2012	0,25		

Zdroj: ČNB, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/#mp_nastroje, vlastní zpracování

2.5 Inflace

Již výše bylo zmíněno, že cílem Centrální banky je cenová stabilita, která je definována jako neustálý mírný vzestup cen (ČNB, 2003-2016a). Konkrétní cíl, kterého se Česká národní banka snaží dosáhnout je vzestup cen, neboli inflace, v hodnotě 2% s tolerancí 1% oběma směry.

Hodnota ukazatele míry inflace se dá spočítat množstvím způsobů. Mezi nejznámější patří:

- index spotřebitelských cen (CPI), v jehož vyjádření je stanovován i inflační cíl
- deflátor HDP
- index cen výrobců (PPI)

Nejvíce vypovídajícím o kompletně celé ekonomice je deflátor HDP. Jeho konstrukce spočívá v podílu hodnoty HDP běžného roku oceněné v cenách běžného roku a hodnoty HDP oceněné cenami roku předchozího (Holman, 2011, s. 527).

Index cen výrobců, který má zkratku PPI (producer price index), pracuje s množinou výdajů výrobců v různých odvětvích, například zemědělských, stavebních nebo průmyslových (Český statistický úřad, 2015a). U těchto prvků, které znamenají pro výrobce výdaje, potom sleduje změnu cen.

Dalším a pro domácnosti nejvíce vypovídajícím ukazatelem o vývoji inflace je index spotřebitelských cen, který má zkratku CPI (consumer price index). Při výpočtu tohoto ukazatele dochází ke konstrukci tzv. spotřebního koše, který zastupuje výdaje na výrobky a služby, kterých je asi 700, a které pro domácnosti představují největší zátěž. K výdajům, které tradičně domácnosti zatěžují nejvíce, patří zejména výdaje na potraviny a energie. Tento ukazatel dále pracuje se spotřebitelským košem a poměřuje úroveň cen tohoto koše ve dvou vybraných obdobích. (Český statistický úřad, 2015b).

Podle konstrukce ukazatele je pochopitelné, proč se inflační cíl stanovuje právě v hodnotách indexu spotřebitelských cen. Hodnota indexu spotřebitelských cen se totiž dotýká všem subjektů v ekonomice působících a má tak pro ně nejvyšší vypovídací hodnotu.

Kromě způsobů, jak inflaci měřit je také důležité rozlišovat, jak k ní vlastně došlo. Z této úvahy pramení členění inflace na nákladovou (nabídkovou) a poptávkovou.

K poptávkové inflaci dochází při růstu agregátní poptávky, která může růst z mnoha různých příčin, jako je například navýšení vládních výdajů, růst spotřeby nebo čistého exportu (Jurečka, 2013, s. 124).

Na druhé straně k nabídkové inflaci dochází při impulzu k poklesu agregátní nabídky. Tímto impulsem je navýšení nákladů firem. Může jít o navýšení cen surovin, nebo mezd, každopádně dochází k růstu cen vstupů a tím k poklesu nabídky (Jurečka, 2013, s. 127).

Cílem monetární politiky je stálá a dopředu určená míra inflace. Je tomu tak částečně z toho důvodu, aby se eliminovaly náklady s inflací spojené.

Nejznámějším nákladem spojeným s inflací je, jak ve své knize uvádí i Holman (2011, s. 530), přerozdělování bohatství. Obecně totiž při uzavírání smluv dochází i k zohlednění očekávané míry inflace. Pokud je ovšem skutečná inflace vyšší, než inflace očekávaná a zapracovaná do smluv, dochází k tomu, že dlužníkovi díky růstu cenové hladiny roste příjem, ale částka, kterou splácí věřiteli, roste menším tempem, než cenová hladina. Příjem věřitele je tak nižší, než by odpovídalo růstu cen v ekonomice. Dochází tak k přerozdělování bohatství od věřitele

k dlužníkovi. Tato situace ovšem nemusí nastat pouze ve vztahu věřitel a dlužník, ale u všech smluv, jejichž obsahem je budoucí transakce peněz.

Pokud tedy bude skutečná míra inflace odpovídat centrální bankou očekávané míře inflace, a centrální banka bude disponovat určitou kredibilitou, nebude docházet k tomuto druhu inflačních nákladů. Z toho důvodu by bylo optimální udržovat inflaci stabilně na hodnotě inflačního cíle, kdy by docházelo ke stálému mírnému růstu cen, a ekonomické subjekty by měly ohledně budoucího vývoje inflace jasné představy.

2.6 Deflace

Výše je popsán růst cenové hladiny, v této kapitole bude naopak rozebrán pokles cenové hladiny. Nejčastější a také asi nejsnáze pochopitelnou definicí deflace, jak ji uvádí například také Urban (2015, s. 312) je, že deflace je absolutní pokles cenové hladiny. ČNB definuje deflaci takto: „*Dlouhodobější pokles většiny cen v ekonomice. Nejedná se tedy o zápornou inflaci způsobenou vývojem jen v některých cenových segmentech, ani o jednorázový či krátkodobý pokles cenové hladiny.*“ (Česká národní banka, 2003-2016d)

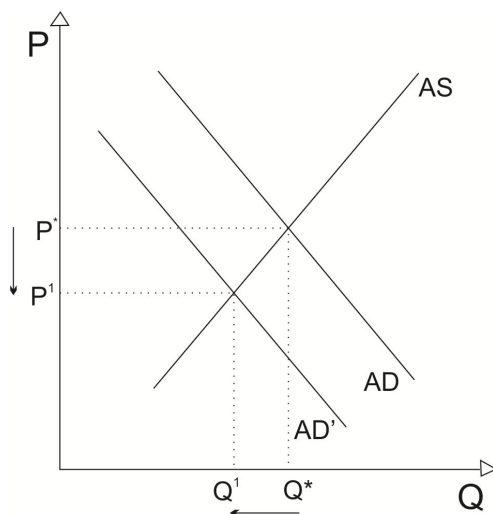
Míru deflace lze stejně jako míru inflace měřit pomocí indexu spotřebitelských cen, deflátoru HDP nebo indexu cen výrobců, jelikož se vlastně jedná pouze o pohyb cen jiným směrem.

K samotné deflaci může dojít, stejně jako v případě inflace, dvěma způsoby. Tím prvním je, jak říká také Tao Wu (2004), situace, kdy vlivem určitých podnětů dojde k růstu agregátní nabídky. Tento jev může být vyvolán například růstem produktivity způsobeným inovacemi, čímž se zvyšuje kvalita výrobních faktorů. O tomto druhu deflace se obvykle mluví jako o deflaci způsobené pozitivním nabídkovým šokem. Výsledkem je růst produktu a pokles cen, což ovšem nezpůsobuje takové problémy podnikům z hlediska poklesu zisků, jelikož i když klesá cena jejich produktů, vlivem růstu produktivity ve výrobě dokáží vyrobit více za menší jednotkovou cenu. Proto bývá tato deflace vnímána jako pozitivní jev.

Druhým typem deflace je deflace způsobená poklesem poptávky, která způsobuje snížení výstupu ekonomiky a snížení cen (Wu, 2004). Tato deflace může být vyvolána jakýmkoliv impulzem ke snížení agregátní poptávky, například poklesem vládních výdajů nebo zhodnocováním domácí měny, které může vést k útlumu exportu a naopak posílení importu a tím k poklesu agregátní poptávky. Deflační očekávání spotřebitelů, kteří předpokládají, že ceny budou dále klesat, může také ekonomiku dostat do deflace, nebo ji dále prohlubovat, jelikož spotřebitelé odkládají nákupy do budoucna a tím tlumí agregátní poptávku.

Na grafu níže je znázorněna deflace vzniklá poklesem agregátní poptávky. Východzí rovnovážný stav je určen body Q^* a P^* . Následně dochází k negativnímu poptávkovému šoku, který způsobuje pokles agregátní poptávky. V této situaci výstup ekonomiky již neodpovídá bodu Q^* , ale posouvá se do bodu Q^1 . Snižuje se tedy výstup ekonomiky. Cenová hladina se také mění a to z bodu P^* do bodu P^1 . Dochází

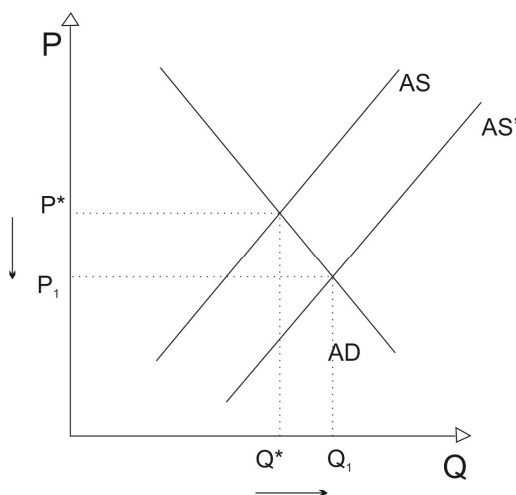
ke snižování cen. Výsledkem tohoto procesu je snížení cen v ekonomice za současného snížení výstupu dané ekonomiky.



Obr. 2 Deflace způsobená poklesem poptávky

Zdroj: Vlastní zpracování podle Tao Wu, 2004

Na dalším grafu je znázorněna deflace způsobená růstem agregátní nabídky způsobené pozitivním nabídkovým šokem. V této situaci dochází také ke změně v cenové hladině i výstupu ekonomiky, ovšem zde je posun z bodu Q^* do bodu Q^1 kladný a dochází tak k růstu výstupu ekonomiky za současného posunu cenové hladiny z bodu P^* do bodu P^1 , tedy jejího poklesu.



Obr. 3 Deflace způsobená růstem nabídky

Zdroj: Vlastní zpracování podle Tao Wu, 2004

Jak uvádí Urban (2015, s. 312), liší se názory na to, jak velký problém pro ekonomiku deflace představuje. Dá se na ni totiž nahlížet různými pohledy. Snižování cen představuje příležitost pro oživení ekonomiky, jelikož povzbuzuje poptávku spotřebitelů.

Na druhou stranu ale může dojít k situaci, která je popsána výše, tedy, že spotřebitelé nevyužijí aktuálního poklesu cen, aby nakoupili zboží za nižší cenu, ale naopak budou očekávat, že deflace bude do budoucna pokračovat a své nákupní aktivity odloží na dobu, kdy bude deflace dosahovat ještě vyšších hodnot než nyní a vytoužené zboží tak bude levnější.

Při odkládání nákupních aktivit se jedná především o odkládání nákupů zboží dlouhodobé spotřeby, které je drahé a není nezbytně nutné je nakoupit okamžitě na rozdíl od zboží krátkodobé spotřeby, na které inflační očekávání výrazný vliv většinou nemají.

Dalším negativním jevem, který s sebou deflace přináší je fakt, že kvůli ní dochází ke zvyšování reálné hodnoty dluhů, což může u subjektů na trhu způsobit problémy se splácením těchto dluhů a potažmo tak má vliv na koupěschopnou poptávku těchto subjektů, jelikož je velice pravděpodobné, že budou mít k dispozici menší finanční obnos, kterým by mohli uspokojovat své potřeby (Jurečka, 2013, s. 114 - 115).

2.6.1 Deflační spirála

Pojmem souvisejícím s deflací je deflační spirála. Jedná se o situaci, do které se dostává ekonomika, která je dlouhodobě zasažena deflací. Jedná se vlastně o řetězec reakcí, které na sebe navzájem navazují, a ve výsledku celá situace ústí v prohlubování ekonomického poklesu (Česká národní banka, 2003-2016d).

Pokles poptávky vede k tomu, že ceny v ekonomice se sníží, dojde k deflaci, tento pokles cen má za následek to, že firmy mají menší zisky, jelikož prodávají levnější výrobky, ale náklady ve výrobě, zejména náklady na pracovní sílu se nemění, jelikož mzdy mají typicky vlastnost být strnulé.

V důsledku toho dochází k propouštění pracovníků a tím k růstu nezaměstnanosti, nebo ke snižování mezd. Dále dochází k tomu, že kvůli menším ziskům firem a zvyšující se nezaměstnanosti nebo snižujícím se mzdám, se snižuje i výběr daní státem, což vede k poklesu státních příjmů a potažmo to může vést ke snížení vládních výdajů.

Všechny tyto aspekty vedou k poklesu agregátní poptávky, která je ještě dále tlačena dolů odkládáním nákupů spotřebiteli i firmami. A další komplikace je v již zmiňovaném růstu reálné hodnoty dluhů v době deflace.

2.7 Přehled studií zabývajících se devizovými intervencemi v jiných státech

V této části práce bude věnována pozornost studiím zabývajícím se devizovými intervencemi v jiných státech, jako je například Švýcarsko, Japonsko, kterým jsou věnovány především první dvě studie, a poslední studie se zaměřuje na zkoumání souboru ekonomik, ve kterých k intervencím došlo.

Humpage (2013) se ve své studii s názvem *The limitations foreign-exchange intervention: Lessons from Switzerland* zabýval devizovými intervencemi, které proběhly v minulých letech ve Švýcarsku, jejichž průběh je podrobněji popsán v praktické části této práce. Jedná se o studii z roku 2013, která má cíl na základě zkušeností s devizovými intervencemi ve Švýcarsku definovat určité jevy, které se v praxi neosvědčily a bylo by dobré se jim v budoucnu vyvarovat. Konkrétně studie dospěla ke třem hlavním bodům.

Prvním z nich je bod, který říká, že sterilizované intervence, tedy intervence, ke kterým je provedena protisměrná operace, ve skutečnosti nefungují. Ve švýcarské praxi došlo k tomu, že v určitém období byly uzavírány swapové obchody. Dočasně tak došlo k navýšení množství švýcarského franku v oběhu, ovšem následně došlo k vypršení swapového obchodu a franky byly z oběhu stahovány. Jejich efekt je tak pouze dočasný a nedokázaly efektivně ovlivnit vývoj makroekonomických ukazatelů.

Druhým bodem je to, že by mělo záležet na důvodu, který vede k provádění devizových intervencí. Pokud je důvodem pro nepříznivý kurzový vývoj pouze nesprávně nastavená monetární politika v daném státě, je možné ovlivňovat kurzový vývoj, aniž by byla ohrožena měnová stabilita. Pokud je ovšem příčina kurzového vývoje v přirozených tržních mechanismech, ovlivňování kurzu představuje nebezpečí ohrožení měnové stability.

Poslední, třetí, bod říká, že při devizových intervencích může dojít i k významných finančním ztrátám na straně centrální banky. Autor konkrétně říká: "*Po aplikaci sterilizovaných intervencí bylo v rozvaze Švýcarské centrální banky asi 76 procent zahraničních aktiv a asi 55 procent z nich byly v eurech.*" (Humpage, 2013) Aplikace sterilizovaných intervencí, která nedokázala zabránit apreciaci kurzu franku vůči euru, tedy vedla ke značným ztrátám pro Centrální banku. Autor také vyslovuje myšlenku, že pokud by centrální banka spíše nakupovala domácí aktiva, mohla by tím uvolnit peníze do oběhu a nevystavovat se přitom nebezpečí prodělání, kdyby se nepodařilo příznivě ovlivnit kurz.

Dále se devizovými intervencemi zabýval Christopher J. Neely (2011). Jeho studie s názvem *A Foreign Exchange Intervention in an Era of Restraint* pojednává obecně o devizových intervencích a jejich místu v ekonomikách a závěry vyvozuje s přihlédnutím k devizovým intervencím v roce 2011 v Japonsku.

Velice zajímavou částí studie je diskuze na straně 308 na téma, zda devizové intervence opravdu fungují. Odpovědí na tuto otázku je, že neexistuje jednomyslná shoda, ke které by dospěli všichni ekonomové. Existují autoři, kteří se přiklánějí

k funkčnosti intervencí a také existují autoři, kteří ji rozporují. Nicméně, jak autor uvádí, došlo v rozvinutých ekonomikách od zhruba poloviny devadesátých let k upouštění od devizových intervencí.

Dále se již autor věnuje konkrétně devizovým intervencím, ke kterým došlo v Japonsku 18. března 2011. Bylo k nim přistoupeno z důvodu silného zemětřesení, které zasáhlo zemi a v reakci na ně došlo k výraznému zhodnocování japonské měny, jenu, což je pro Japonsko jako silně exportně orientovanou ekonomiku hrozba.

Zhodnocování bylo tolik prudké především z důvodu, že japonské pojišťovny po zemětřesení předpokládaly, že budou muset vyplácet náhrady škod způsobených právě zemětřesením a proto se zbavovaly svých zahraničních aktiv, která převáděly na aktiva držaná v japonských jenech a tím docházelo k posilování jenu (Neely, 2011, s. 310).

Tato situace vedla k rozhodnutí, ke kterému došlo 17. března 2011, provést koordinovanou společnou intervenci, které se měly zúčastnit Japonsko, Kanada, USA, Evropská centrální banka a Spojené království.

V reakci na pouhé oznámení rozhodnutí intervenovat začalo docházet k oslabení japonského jenu (Neely, 2011, s. 316), který s nástupem intervencí dále pokračoval, což vyústilo v zamyšlení, zda vůbec záleží na objemu intervencí, pokud nejjasnější reakci trhu vyvolalo samotné oznámení o rozhodnutí intervenovat. Další zajímavostí je, že k reakci trhu v podobě depreciace jenu začalo docházet dokonce ještě před vydáním oznámení o rozhodnutí intervenovat, což je podle autora zřejmě následkem diskuzí v tisku o možnosti devizových intervencí.

Studie je uzavřena tím, že devizové intervence jsou dle autora velice efektivní, i když stále méně používaný, nástroj, který by ovšem měl být používán především ve zvláštních situacích (Neely, 2011, s. 321).

Jako poslední bude uvedena studie s názvem *When Is Foreign Exchange Intervention Effective?*, jejíž autoři jsou Fratzscher, Gloede, Menkhoff, Sarno a Stöhr (2015). Studie oproti předchozím nezkoumá pouze devizové intervence v jedné zemi, ale pracuje s daty získanými ve 33 zemích, kde k těmto intervencím došlo. Jedná se o země, kde byly devizové intervence aktuální mezi lety 1995 a 2011, kam patří například Kolumbie, Česká republika, Dánsko, Japonsko, Švýcarsko, Izrael nebo Polsko.

Autoři si kladou za cíl lepší nahlédnutí do problematiky efektivnosti devizových intervencí za využití zpracování získaných dat pomocí regresní analýzy, jelikož jak sami uvádějí: „Efektivnost intervencí na měnových trzích je vysoce kontroverzní a diskutovaná.“ (Fratzscher et al., 2015, s. 9)

Obecně existují 3 hlavní argumenty zpochybňující význam a efektivnost devizových intervencí. Prvním z nich je to, že intervence zasahují do přirozeného fungování trhu, druhým argumentem je vůbec velikost měnových trhů. Tyto trhy jsou stále větší a poměr aktiv, se kterými operují centrální banky je k velikosti trhů stále menší a zdá se být méně významný. Třetím a posledním argumentem je to, že by měl

být dopředu známý směr, kterým se bude ubírat monetární politika daného státu a devizové intervence pak nemají významnou funkci (Fratzscher et al., 2015, s. 9).

Na základě výpočtů autorů je intervence efektivní, což vysvětlují jako pohyb měnového kurzu v očekávaném směru ještě v průběhu intervencí, v 53% případů v režimech volně plovoucího kurzu. V případě režimů, kde je kurz udržován až v širokém či úzkém pásmu je úspěšnost menší (Fratzscher et al., 2015, s. 14).

Úspěšnost intervence se podle autorů však dá pozitivně ovlivňovat několika způsoby. Například objemnější intervence zvyšují pravděpodobnost úspěchu o 13,2%. Za větší intervenci je ve studii považována intervence v rozsahu 0,4% HDP. Pozitivně je výsledek ovlivňován také faktem, že probíhající intervence je v souladu s vývojem na trhu a nemusí tak proti němu bojovat. Takové intervence mají šanci být o 9,9% úspěšnější. Na úspěšnost má vliv také jak moc se liší hodnota měnového kurzu od své základní hodnoty, což může pozitivně ovlivnit výsledek až o 3,5%. V součtu lze tedy pomocí těchto faktorů dosáhnout až na 80% pravděpodobnost úspěšnosti intervence (Fratzscher et al., 2015 s.15).

Byl zkoumán také vliv komunikace s veřejností na úspěšnost intervencí. Výsledkem bylo, že skutečné intervence jsou efektivnější, pokud je o nich řádným způsobem obeznámen trh. Autoři uvádějí, že zvláště velký význam má komunikování intervencí v době, kdy na trzích panuje nejistota ohledně budoucího vývoje a zmatek (Fratzscher et al., 2015, s. 19).

Autoři vyslovují závěr, že na základě zkoumání dat získali jasný důkaz o vysoké efektivnosti devizových intervencí jako měnověpolitického nástroje (Fratzscher et al., 2015, s. 26). Samozřejmě je každý případ intervence specifický a ovlivňují jej specifické podmínky, ovšem v průměru je úspěšnost intervencí vysoká, jak dokazují čísla uvedená výše.

3 Devizové intervence v České republice

Devizové intervence, jako nástroj monetární politiky, byly v České republice zahájeny 7. listopadu 2013, přičemž již koncem roku 2012 ČNB oznámila, že je v budoucnu připravena využít k uvolnění měnových podmínek kurzu koruny (Česká národní banka, 2012). Samotné toto oznámení bezprostředně zapříčinilo, že došlo k lehkému oslabení kurzu koruny a tím k dočasnému zmírnění poklesu míry inflace, tento efekt byl však pouze dočasný.

7. listopadu 2013 proběhlo jednání bankovní rady ČNB, na kterém bylo rozhodnuto o provedení devizových intervencí. Přímo záznam z tohoto jednání říká: „Bankovní rada dále rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR.“ (Česká národní banka, 2013)

Při zahájení devizových intervencí tedy přijala ČNB kurzový závazek. Chtěla udržovat kurz koruny poblíž hladiny 27 CZK/EUR, což v praxi znamená, že nedopustí, aby česká koruna posílila na 27 Kč/EUR a více. Pokud se bude kurz pohybovat na slabších hodnotách, než je zmíněných 27 korun za euro, nechá jej ČNB, aby se vyvíjel svobodně.

Devizové intervence měly v první řadě působit na inflační očekávání ekonomických subjektů, a až druhotně měly příznivě ovlivňovat export.

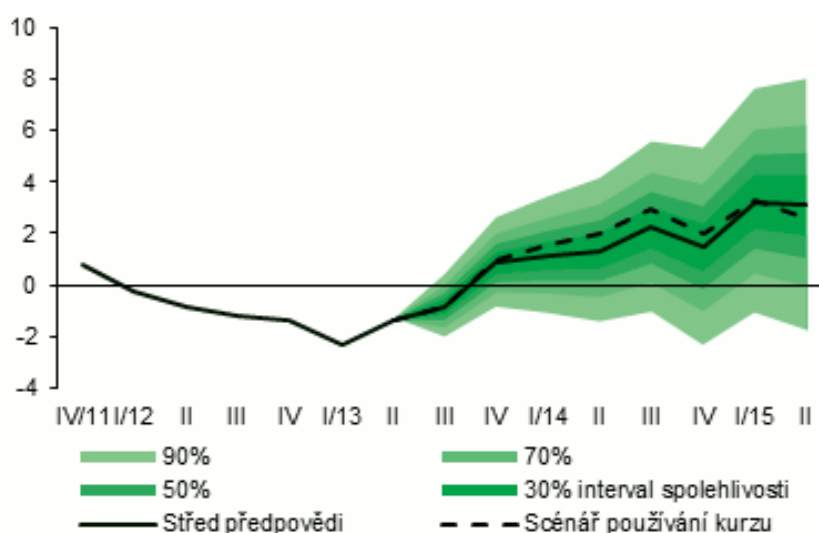
3.1 Stav ekonomiky vedoucí k zahájení devizových intervencí

Tehdejší situace v české ekonomice vypadala následovně:

- V průběhu roku 2013 docházelo ke klesání meziroční míry inflace. V lednu dosahovala meziroční míra inflace, měřená pomocí indexu spotřebitelských cen, 1,9%, v dubnu to bylo 1,7%, v srpnu 1,3 % a v listopadu dokonce 1,1%. Úplně nejnižší hodnoty v roce 2013 dosahovala meziroční míra inflace v říjnu, a to 0,9 %, což je hodnota, která je mimo toleranční pásmo. (Český statistický úřad, 2016). Byly zde tedy zřejmé obavy z toho, že ekonomika směřuje k deflaci.
- Výše úrokových sazeb vyhlášených Centrální bankou byla hojně snižována v posledních letech především z důvodu světové finanční krize od roku 2008 a k dalšímu snižování došlo v roce 2012 opět kvůli nepříznivému hospodářskému vývoji v ČR. V roce 2013 dosahovaly úrokové sazby technické nuly. Konkrétně 2T repo sazba a diskontní sazba dosa-

hovaly hodnoty 0,05% a lombardní sazba dosahovala hodnoty 0,25%. (ČNB, 2003 - 2016c).

- Očekávání ohledně vývoje HDP byla pozitivní, jak se uvádí i v průzkumu prognóz makroekonomického vývoje ČR z dubna roku 2013, který dvakrát ročně provádí ministerstvo financí ČR, a ve kterém zveřejňují svá očekávání ohledně vývoje české ekonomiky instituce jako je ministerstvo financí ČR, Hospodářská komora ČR, nebo také přední komerční banky působící v ČR (Ministerstvo financí, 2005 - 2013). Pozitivní očekávání byla podpořena i tím, že se s postupem roku 2013 zpomaloval meziroční pokles HDP. A optimistická očekávání můžeme vysledovat i na grafu znázorňujícím prognózu vývoje HDP, zveřejněném v listopadu roku 2013 Českou národní bankou. (Česká národní banka, 2013) Očekávání ohledně růstu HDP zde vidíme jak pro scénář s devizovými intervencemi, tak pro scénář bez nich.



Obr. 4 Prognóza vývoje HDP

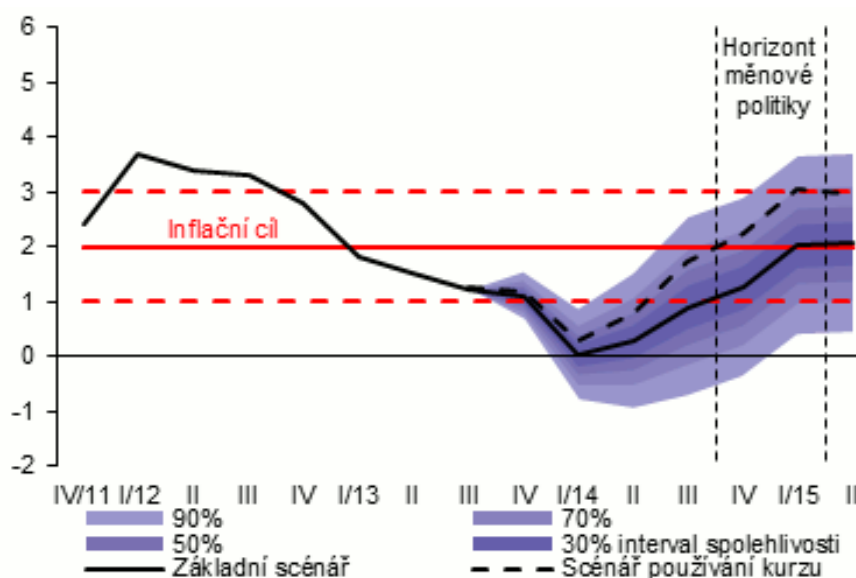
Zdroj: ČNB, dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1311.html

Z výše uvedeného shrnutí ekonomické situace ČR vyplývá, že ekonomika se nacházela v situaci nulových základních úrokových sazeb a pouze ústní příslib ČNB z prosince 2012, že bude proti deflačním tlakům bojovat, situaci nevyřešil. Takže

když se Centrální banka rozhodla zasáhnout, nezbývalo jí nic jiného, než přistoupit na scénář devizových intervencí.

Je ovšem otázkou, jestli situace byla opravdu natolik závažná, že bylo bezprostředně nutné k intervencím přistoupit, žádný z makroekonomických totiž zatím nevykazoval extrémně alarmující hodnoty. V listopadu 2013 vydala ČNB prognózu inflace pro případ provedení i neprovedení devizových intervencí.



Obr. 5 Prognóza inflace z listopadu 2013

Zdroj: ČNB, dostupné z:

https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/predchozi_prognozy/prognoza_1311.html

V grafu vidíme, že Centrální banka počítala s pokračováním v poklesu míry inflace přecházejícím až v možnou deflaci a zároveň vidíme, že scénář s použitím intervencí nabízí daleko rychlejší zotavení z poklesu cenové hladiny.

Rozdíl je nejvíce viditelný ke konci roku 2014, kdy rozdíl středních hodnot obou funkcí je 1 procentní bod. Funkce naznačující scénář bez intervencí dosahuje hodnoty míry inflace teprve 1%, kdežto funkce naznačující scénář s intervencí je již na hodnotě 2%, tedy na hodnotě inflačního cíle. Rozdíl jednoho procentního bodu je vzhledem k obecným hodnotám míry inflace velký rozdíl.

Musíme ovšem brát ohled na to, že do vývoje ekonomické situace vstupuje velké množství proměnných, takže žádná prognóza nedokáže předpovědět vývoj s naprostou jistotou. Vždy se jedná pouze o nejpravděpodobnější scénář, což podstatně komplikuje rozhodování v oblasti monetární politiky. Určitou roli při rozhodování o důležitosti intervencí jistě také hrál strach z obdobného ekonomického vývoje jako ve 30. letech minulého století v USA nebo ze situace v Japonsku.

Na následujících stranách svojí práce budu analyzovat vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů před devizovými intervencemi a po jejich provedení, aby bylo možné do této problematiky nahlédnout hlouběji.

3.2 Analýza vlivu devizových intervencí na vybrané makroekonomické ukazatele

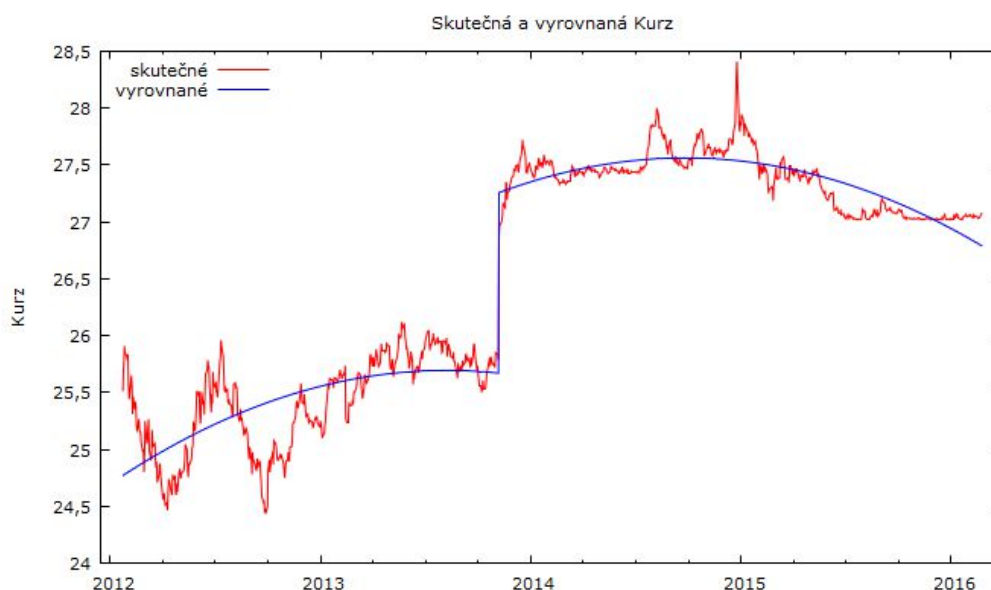
3.2.1 Vývoj kurzu české koruny

Denní vývoj kurzu české koruny od ledna roku 2013 do ledna roku 2016 je zobrazen na grafu umístěném níže.

Je z něj zřejmé, že do intervenování v listopadu 2013 se kurz pohybuje mezi 25 a 26 CZK/EUR, tedy na relativně silné pozici ve srovnání se stavem pozdějším. Ovšem po zahájení intervencí kurz vystřelil prudce nahoru. Od 12. 11. 2013, kdy kurz dosáhl hodnoty 27,01 CZK/EUR se až do dnešních dní již nikdy nestalo, aby dosáhl hodnoty 27 nebo nižší. Dále je z grafu patrné, že od druhé poloviny roku 2015 se kurz pohybuje ve velice těsné blízkosti nepřekročitelné hranice 27 CZK/EUR. Z volatility kurzu je také patrné, že pokud kurz zmíněnou hranici neo-
hrožuje, je mu ponechána volnost ve vývoji.

Na základě tohoto pozorování můžeme tedy říci, že kurzový závazek ČNB je příkladně dodržován.

Dále je z grafu patrné, že došlo k výraznému zásahu do vývoje měnového kurzu. Data mají podobu jednorozměrné časové řady, která znázorňuje vývoj měnového kurzu od začátku roku 2012 do začátku roku 2016. V době započetí devizových intervencí je v grafu patrný bod zlomu.



Obr. 6 Graf vyrovnané a skutečné hodnoty kurzu CZK/EUR od roku 2012 do roku 2016, denní data

Zdroj: ČNB, vlastní zpracování

3.2.2 Vývoj HDP

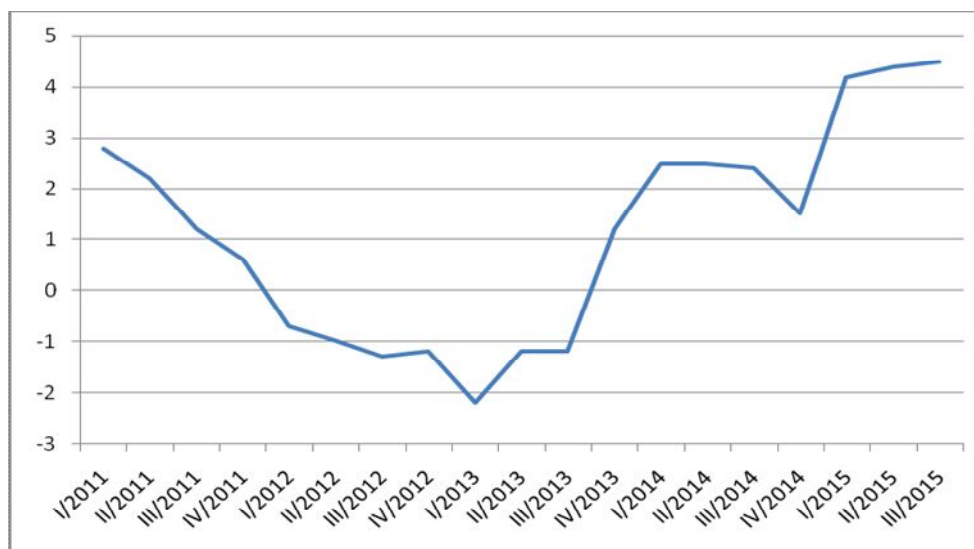
Co se týče vývoje HDP, z grafu umístěného níže (Obr. č. 7) je zřejmý vývoj ekonomiky přesně takový, jaký byl již popsán. Již od počátku roku 2011 dochází k meziročnímu poklesu míry růstu HDP, ale výstup ekonomiky ještě stále roste. Tato situace trvá až do prvního čtvrtletí roku 2012, kdy HDP meziročně kleslo o 0,9%, což znamená, že v meziročním porovnání byl výstup ekonomiky 2012 fyzicky o 0,9% nižší než v prvním čtvrtletí roku předcházejícího.

Situace, v níž docházelo k poklesu výstupu ekonomiky, trvala až do posledního čtvrtletí roku 2013, kdy došlo k oživení ekonomiky a v meziročním srovnání k růstu výstupu o 1,2%. Od tohoto období dochází ke stálému růstu výstupu ekonomiky.

Pokud porovnáme prognózu ČNB ohledně vývoje HDP z listopadu 2013 a skutečný vývoj ekonomiky, zjistíme, že v téměř všech případech reálná situace předčila prognózy. Na poslední čtvrtletí roku 2013 byl predikován meziroční růst HDP o 1% a skutečná hodnota byla 1,2%. Na první, druhé, třetí a čtvrté čtvrtletí roku 2014 byl pak předpovídán růst v hodnotách 1,5%, 2%, 3% a opět 2%. Skutečný vývoj HDP byl 2,5%, 2,5%, 2,4% a 1,5%. V posledním půlroce roku 2014 tedy ekonomika nedosahovala takového výkonu, jak bylo predikováno, ovšem vývoj v roce 2015 byl opět nad očekávání příznivý.

Na první čtvrtletí roku 2015 byla předpovídána hodnota 3,3% a skutečný výstup ekonomiky byl znovu vyšší, než se očekávalo a odpovídal 4,2%.

Předpověď sahala pouze do druhého čtvrtletí roku 2015, na kdy byl předpovídán růst HDP ve výši 2,6%. Tato předpověď byla více než naplněna, jelikož skutečný meziroční růst HDP byl 4,4% a hned v dalším čtvrtletí roku 2015 ještě o desetinu procenta větší.



Obr. 7 Meziroční změna HDP v % (ČR), čtvrtletní data

Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování

Vývoj české ekonomiky je tedy od provedení devizových intervencí příznivý, ale jak bylo již řečeno, očekávání ohledně vývoje HDP byla pozitivní i bez přihlédnutí k devizovým intervencím, je tedy obtížné říci, do jaké míry je vývoj HDP zapříčiněn devizovými intervencemi a do jaké míry by k němu došlo i bez nich.

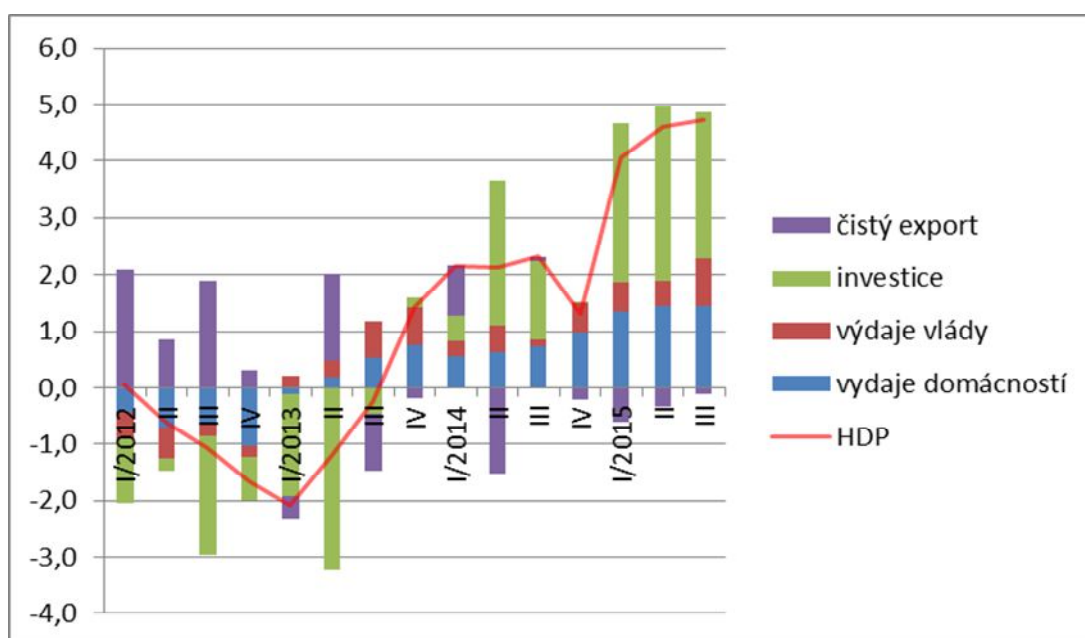
Na vývoj HDP se můžeme podívat i z pohledu vývoje jeho konkrétních složek, které ukazuje graf níže. Asi k nejrazantnějším změnám došlo v případě vývoje investic. Vidíme, že v době poklesu ekonomiky v roce 2012, který byl spojen také s nejistotou ohledně budoucího vývoje, docházelo k velkému útlumu investiční aktivity. Situace se změnila v posledním čtvrtletí roku 2013, kdy došlo k devizovým intervencím. Od tohoto období začaly investice ve čtvrtletním srovnání meziročně růst s výjimkou posledního čtvrtletí roku 2014. Ovšem ani v tomto čtvrtletí nedošlo k poklesu investic, pouze byly meziročně na stejné úrovni.

K velkým změnám docházelo také u vývoje výdajů domácností na spotřebu. V období poklesu ekonomiky se výdaje na spotřebu samozřejmě snižovaly, ovšem na počátku roku 2013, kdy ekonomika stále ještě klesala, došlo k podstatnému snížení meziročního poklesu těchto výdajů a v druhém čtvrtletí roku 2013 již výdaje na spotřebu meziročně rostly. Nabízí se závěr, že tento vývoj může být ovlivněn inflačním očekáváním domácností, jelikož na konci roku 2012 ČNB zveřejnila, že proti deflaci bude bojovat a následující čtvrtletí klesaly výdaje na spotřebu méně

a ve čtvrtletí dalším už dokonce meziročně rostly. Od tohoto období dochází ke stálému meziročnímu růstu výdajů domácností na spotřebu.

Další ze složek HDP jsou vládní výdaje, které jsou závislé na mnoha faktorech. Například v době ekonomického útlumu je předpoklad menšího výběru daní, než v době ekonomické prosperity a s tím související menší možnosti výdajů ve vládních rozpočtech. Na vládní výdaje má také vliv rozsah fiskální politiky státu. Podle vývoje z grafu vidíme, že vládní výdaje klesaly až do prvního čtvrtletí roku 2013, tedy v době nejstrmějšího poklesu HDP. Od tohoto čtvrtletí docházelo k růstu vládních výdajů, které jistě pomohly zotavení ekonomiky. Tato složka HDP ovšem nemá zásadní význam ve vyhodnocování devizových intervencí, proto již nebude dále komentována.

Co se týče čistého exportu, je situace nestálá. Původní předpoklad, že depreciace koruny by měla podpořit export a utlumit import se podle grafu nezdá být úplně naplněn, ale tomuto tématu je věnována jedna z následujících kapitol.



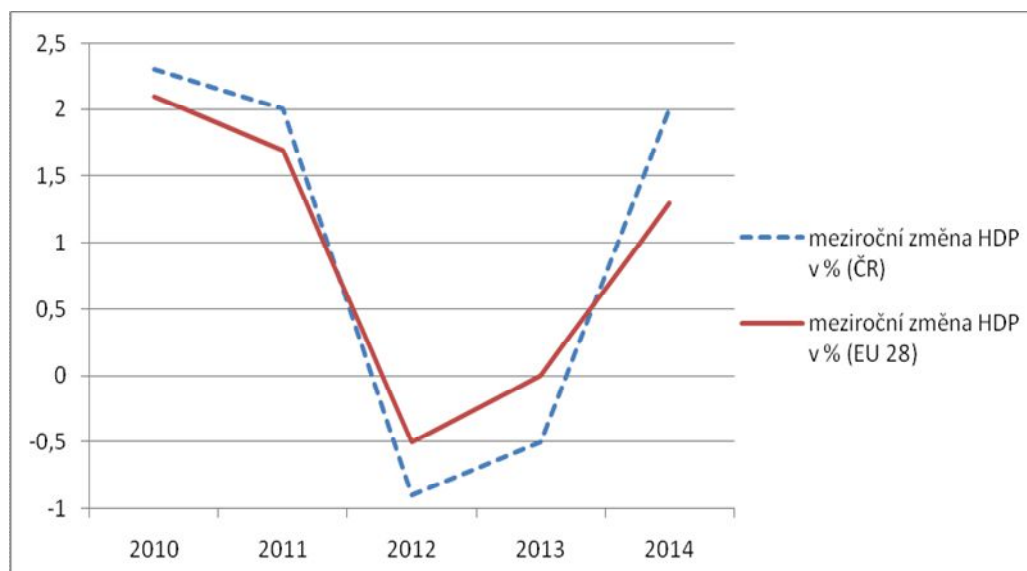
Obr. 8 Vývoj složek HDP v %, čtvrtletní data

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Jelikož je česká ekonomika charakterizována jako malá a otevřená, nabízí se předpoklad, že by se měla ekonomicky vyvíjet v podobném trendu, jako ekonomiky evropské unie, na kterých je obchodně silně závislá.

Graf níže zobrazuje meziroční srovnání růstu HDP v ČR a v celé Evropské unii. Vidíme, že krizi, která probíhala od roku 2012, prožívala česká republika daleko hlouběji, než tomu bylo v průměru v celé Evropské unii. Ovšem od roku 2014, tedy

od provedení devizových intervencí, ČR nejen dorovnala výstup ekonomiky s evropským průměrem, ale také tento evropský průměr předešla svým rychlým růstem. Tento fakt tedy může být faktorem mluvícím ve prospěch devizových intervencí.



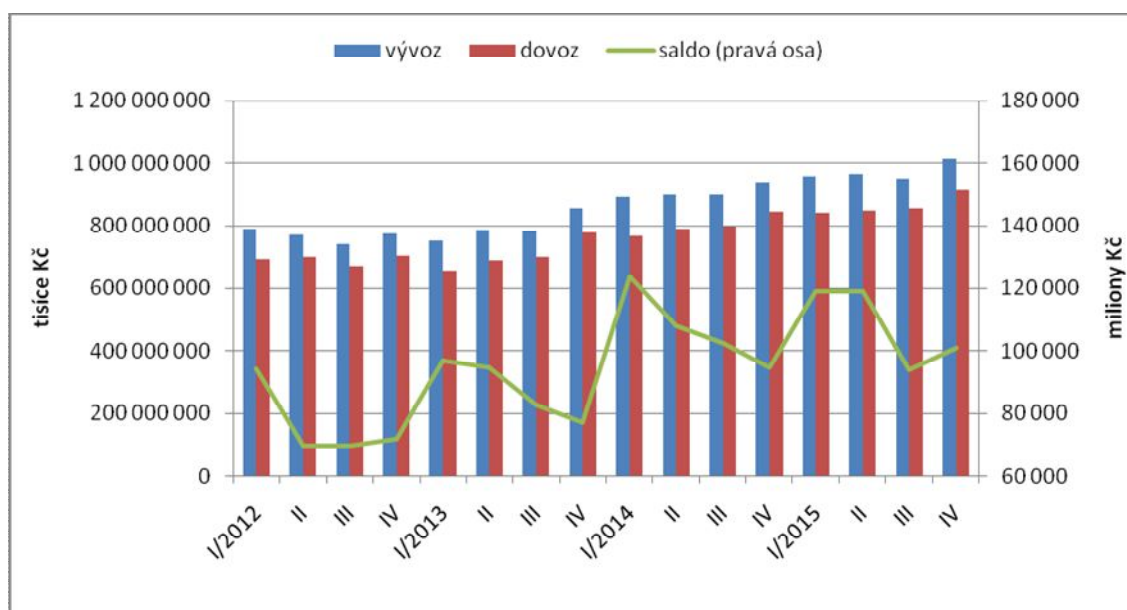
Obr. 9 Srovnání meziroční změny HDP v ČR a EU, roční data

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

3.2.3 Export a import

Kapitola o vývoji exportu a importu je v práci zařazena proto, že devizové intervence měly, jak je zmíněno již výše, pomocí oslabování koruny pozitivně ovlivnit především vývoj exportu a zároveň se mělo zahraniční zboží stát pro tuzemce dražším, čímž měl být částečně utlumen dovoz. Efekt utlumení dovozu ovšem nebyl očekáván tak velký, jako efekt posílení exportu, jelikož existuje pouze omezená možnost nahrazování zahraničních výrobků výrobky domácími. Nicméně oba tyto jevy by v případě jejich skutečné aplikace kladně ovlivnily HDP a působily by proti deflačně.

Ve skutečnosti ale realita zcela neodpovídala teoretickým představám a nedá se říct, že by došlo k nějak výrazným změnám ani na straně exportu, ani na straně importu.



Obr. 10 Vývoj dovozu, vývozu a jejich salda v ČR, čtvrtletní data

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

V prvním čtvrtletí roku 2014, došlo k prudkému nárůstu salda exportu a importu. Došlo opravdu k situaci, která byla predikována, export rostl a import se zmenšoval. Saldo dosahovalo hodnoty vyšší, než 123 miliard korun, což je mezičtvrtletní nárůst o 60% a meziroční nárůst o 28%. Tuto hodnotu se od té doby nepodařilo v žádném čtvrtletí překonat.

V obdobích následujících však docházelo povětšinou různým tempem k růstu jak exportu, tak importu. K poklesu importu došlo v prvním čtvrtletí roku 2015 za současného lehkého růstu exportu, což způsobilo saldo vývozu a dovozu v hodnotě 119 miliard korun. Tato hodnota se přibližuje hodnotě rekordní z prvního čtvrtletí roku 2014. Prakticky stejná výše salda se udržela i následující čtvrtletí roku 2015, ovšem ve třetím čtvrtletí hodnota poklesla v důsledku snížení exportu a zvýšení importu. V posledním čtvrtletí roku 2015 dosáhl export své rekordní výše, kdy přesáhl hodnotu 1 bilionu korun. Velký dopad na saldo to ovšem nemělo, jelikož došlo také k velkému růstu dovozu, který dosáhl také své rekordní hodnoty, když přesáhl hranici 900 miliard korun.

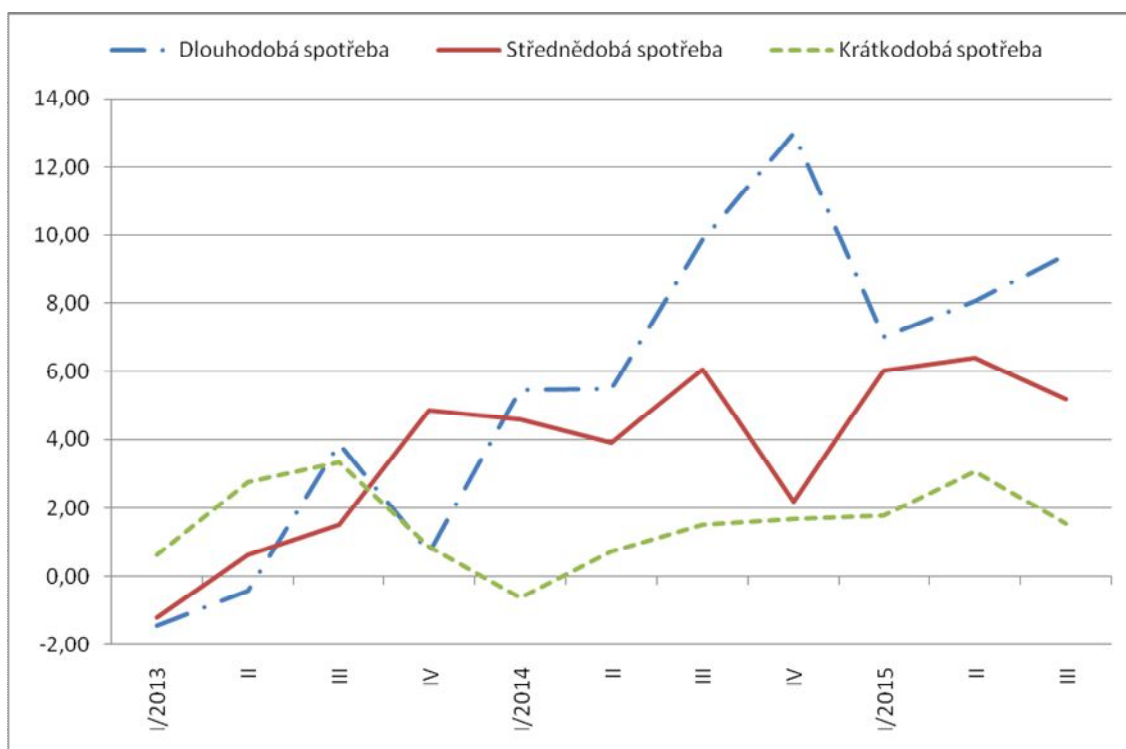
Vývoj salda exportu a importu je tedy značně proměnlivý, a nedá se říci, že by kromě náhlé reakce trhu v 1. čtvrtletí roku 2014 docházelo k trvalému působení na export nebo import.

3.2.4 Struktura spotřeby domácností

Jak bylo zmíněno již výše, velkou roli při hrozbě deflace hrají inflační, nebo spíše deflační, očekávání veřejnosti. Pokud ekonomické subjekty věří, že ceny budou do

budoucná klesat, odloží spotřebu především předmětů dlouhodobé spotřeby, což nepříznivě ovlivní jak vývoj HDP, tak vývoj cenové hladiny. V případě hrozby deflace to k ní ekonomiku posune ještě blíže a v případě, že se ekonomika v deflaci už nachází, ji to posune do deflace ještě hlubší.

Zajímavým ukazatelem je tedy struktura spotřeby domácností, která odráží jak aktuální ekonomickou situaci v zemi, tak očekávání s ní spojená.



Obr. 11 Vývoj spotřeby domácností v meziročním srovnání v %, čtvrtletní data

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Jak vidíme v grafu, spotřeba všeho druhu v meziročním srovnání rostla již v průběhu roku 2013, tedy ještě před zahájením devizových intervencí, což je sám o sobě signál ukazující na ožívování ekonomiky a předpovídající konec ekonomických krizí.

K nejvýraznějším změnám ze všech výdajů na spotřebu dochází u výdajů na dlouhodobou spotřebu. Když se podíváme na meziroční srovnání, vidíme, že od roku 2014 dochází k nejvýraznějšímu meziročnímu růstu právě u tohoto druhu spotřeby.

Pokud by ekonomické subjekty počítaly do budoucna se snižováním cen, nejspíše by nedocházelo k tak výraznému nárůstu výdajů na produkty dlouhodobé spotřeby, právě naopak by podle teorie mělo dojít k jejich útlumu.

Podle dat se tedy Centrální bance nejspíše povedlo pozitivně ovlivnit inflační očekávání ekonomických subjektů, jelikož k žádnému zásadnímu poklesu výdajů na dlouhodobou spotřebu nedošlo, naopak od roku 2014 rostou největším tempem ze všech.

3.2.5 Inlace

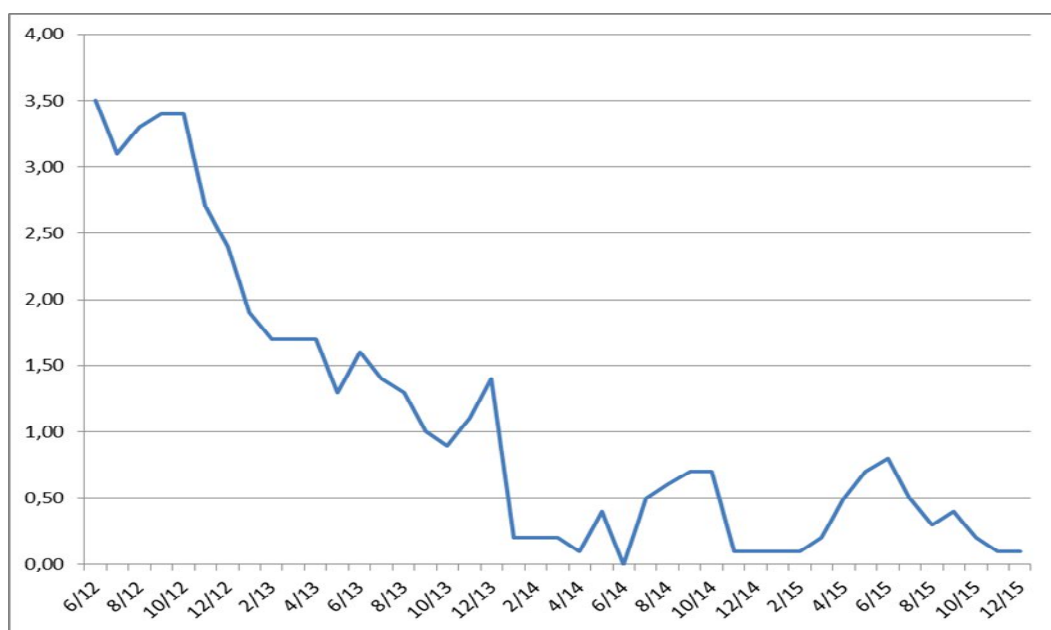
Dalším důležitým makroekonomickým ukazatelem je meziroční míra inflace, jejíž ovlivnění bylo hlavním důvodem pro provádění devizových intervencí v ČR. Když ČNB vydala v listopadu roku 2013 prognózu vývoje ekonomiky, její součástí byla i prognóza vývoje meziroční míry inflace. Mohou být tedy porovnány předpokládané hodnoty dle prognózy a skutečné hodnoty inflace.

Zpočátku se předpoklad a skutečná hodnota tolik nelišily, například na první čtvrtletí roku 2014 byla predikována hodnota meziroční míry inflace 0,3% a ve skutečnosti došlo k růstu spotřebitelských cen pouze o 0,2%.

S postupujícím časem se ale očekávání dle původní prognózy a realita začaly stále více rozcházet. Například v posledním čtvrtletí roku 2014 se očekávala meziroční míra inflace 2,2%, ale skutečná hodnota dosáhla pouze 0,5%. A o čtvrtletí později se očekávala hodnota dokonce 3% a skutečné plnění dosahovalo 0,1%.

Vidíme tedy, že původní představy o vývoji inflace utvořené v době počátků devizových intervencí se značně rozcházejí se skutečnými výsledky. Na základě tohoto vývoje by šlo při značném zjednodušení usoudit, že vývoj inflace v případě pasivní politiky Centrální banky by mohl být velice nepříznivý a s velkou pravděpodobností by v ekonomice mohlo dojít k deflaci.

Na grafu níže je zobrazena meziroční míra inflace v jednotlivých měsících. Vidíme zde, že v prosinci roku 2013, tedy měsíc po zahájení intervencí došlo k prudkému nárůstu míry inflace. V meziměsíčním srovnání se jednalo o nárůst ve výši 0,4% a v meziročním srovnání o nárůst ve výši 1,4%. K tak skokovému zvýšení inflace od tohoto období nedošlo. V dalších měsících ovšem nepokračoval tento nadějný trend. Inlace sice stále meziročně roste, ovšem tempo jakým roste je poměrně proměnlivé a většinou se drží ve velice nízkých hodnotách.



Obr. 12 Meziroční míra inflace v %, měsíční data

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

Můžeme tedy říci, že ekonomika se sice nenachází v deflaci, ale míra inflace dosahuje velice nízkých hodnot, které, jak je vidět při porovnání prognózy a skutečnosti, určitě nebyly plánovány. Hodnocení vhodnosti devizových intervencí je ovšem zkomplikováno nejistotou ohledně vývoje inflace v případě pasivity ČNB. V případě tohoto scénáře je možné, že by se česká ekonomika nacházela v tolik obávané deflaci, což je vzhledem k porovnání očekávaného a skutečného vývoje ekonomiky velice pravděpodobné.

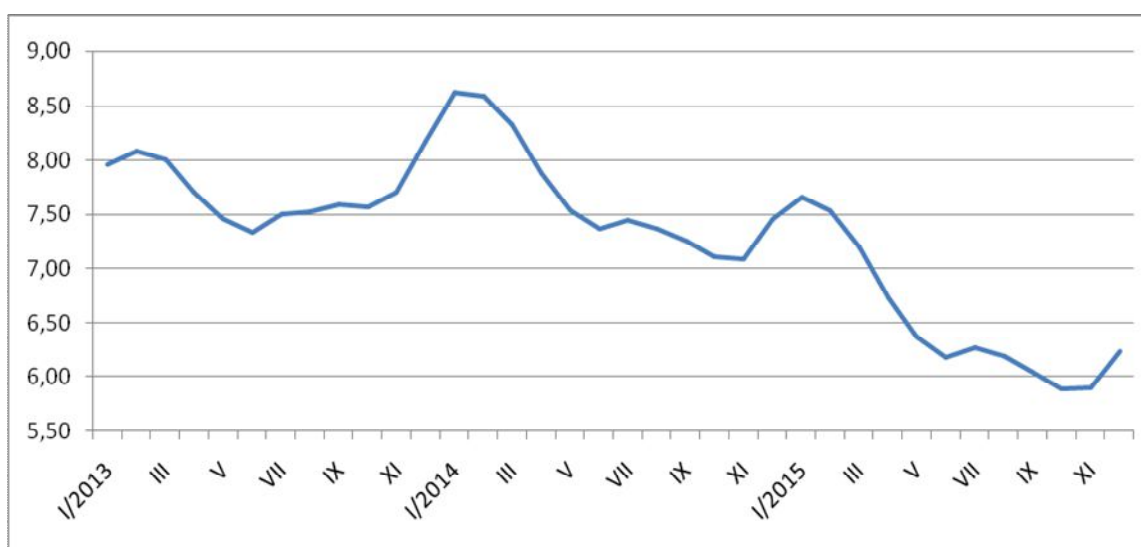
Jako krok správným směrem byly devizové intervence hodnoceny i na jednání bankovní rady v únoru 2014, tedy zhruba 3 měsíce po zahájení intervencí (Česká národní banka, 2014). Bylo zde řečeno, že zahájení intervencí pomohlo deflační riziko velice snížit a je umožněn rychlejší návrat inflace k jejímu cíli. Také zde bylo řečeno, že i kdyby v důsledku intervencí došlo k překročení inflačního cíle, disponuje ČNB více nástroji k ovlivnění tohoto vývoje ekonomiky, než v případě deflace, což také mluví ve prospěch devizových intervencí.

3.2.6 Nezaměstnanost

Nezaměstnanost je jedním z dalších důležitých makroekonomických ukazatelů, jelikož dokáže reflektovat stav ekonomiky. Pokud je nezaměstnanost vysoká, znamená to, že se podnikům nedaří, snaží se šetřit a propouštějí své zaměstnance, kteří na trhu zase vystupují jako spotřebitelé a vysoká nezaměstnanost způsobuje pokles poptávky těchto spotřebitelů po výrobcích, což opět dokola zhoršuje postavení zaměstnavatelů.

V potaz musíme brát ale i to, že cílem není ekonomika s nulovou nezaměstnaností, jelikož určitá hodnota nezaměstnanosti je zcela přirozená a je způsobena například stěhováním obyvatel a s tím spojeným hledáním nového pracovního místa, což určitou dobu trvá.

V souladu s ekonomickou teorií by se podle Phillipsovy křivky se zvyšující se inflací měla snižovat nezaměstnanost. Nástup devizových intervencí by tedy měl zabránit případnému zvyšování nezaměstnanosti, které by nastalo v případě úpadku ekonomiky do deflace. Devizové intervence by taky měly ovlivnit ekonomická očekávání firem, které, pokud mají důvěru v monetární politiku Centrální banky, se nebudou již dopředu připravovat na deflaci a nebudou snižovat stavy svých zaměstnanců.



Obr. 13 Podíl nezaměstnaných osob v %, měsíční data

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování

A jak v grafu vidíme, k efektu snížení nezaměstnanosti nedošlo okamžitě, ale postupně. Od roku 2014 je zde patrný převažující klesající trend nezaměstnanosti, což lze dokázat i na číslech. Zatímco v roce 2013 byl podíl nezaměstnaných osob 8,17%, v roce 2014 to bylo 7,46% a v roce 2015 již 6,24% (Český statistický úřad, 2016b).

S tím souvisí i příznivý vývoj počtu volných pracovních míst, kterých bylo v prosinci roku 2013 pouze 35 178, v prosinci 2014 již 58 739 a v prosinci roku 2015 již dokonce 100 000, což je číslo, kterého bylo dosaženo naposledy před vypuknutím světové ekonomické krize v roce 2008.

Pokud se podíváme na vývoj průměrných nominálních hrubých měsíčních mezd, zjistíme, že došlo také k jejich kladnému vývoji. V roce 2013 činil průměr hrubých mezd 25 035 Kč, zatímco v roce 2014 to bylo 25 607 Kč a odhad za první 3 měsíce roku 2015 je ve výši 25 903 Kč.

3.3 Scénář opuštění devizových intervencí

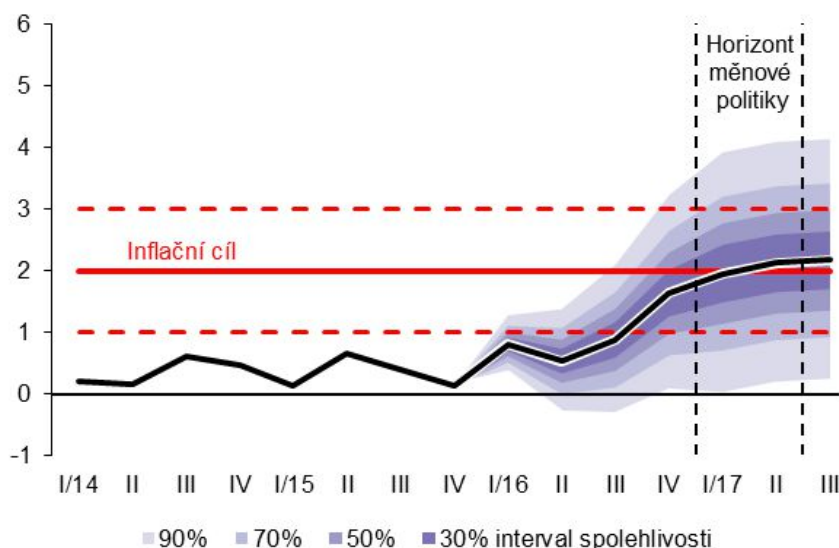
Velice důležitou neznámou týkající se devizových intervencí je odpověď na otázku, kdy devizové intervence skončí. Podle vyjádření pana guvernéra Singera z konce roku 2013 měly trvat nejméně do začátku roku 2015. K jejich ukončení ovšem ani na začátku, ani v průběhu, roku 2015 nedošlo, a zatím není ani na začátku roku 2016 přesně známo, kdy by mělo k ukončení dojít.

Podle prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po měnovém zasedání, které se uskutečnilo 4. 2. 2016 (Česká národní banka, 2016), lze vyloučit ukončení kurzového závazku dříve, než začátkem roku 2017. Jako velice pravděpodobné pro ukončení intervencí vidí bankovní rada první pololetí roku 2017.

Toto téma je především v posledních měsících hojně diskutované, jelikož ukončení devizových intervencí bude mít zajisté významný dopad na ekonomiku a tím na všechny subjekty. Ovšem otázku, kdy k ukončení dojde, není vůbec jednoduché zodpovědět, jelikož vše záleží na budoucím vývoji ekonomické situace a jakékoliv spekulace ohledně konkrétního data jsou pouze více, či méně přesné odhady.

Centrální banka sama prohlašuje, že k ukončení devizových intervencí přistoupí teprve v okamžiku, kdy bude míra inflace dosahovat tak vysokých hodnot, že bude naopak potřeba měnovou politiku zpřísnit místo uvolňovat. Toto zpřísnění bude provedeno samotným ukončením devizových intervencí a následně zvýšením úrokových sazeb nad jejich prakticky nulovou hodnotu, které dosahují nyní.

4. 2. 2016 byla zveřejněna prognóza Centrální banky ohledně vývoje inflace, která je zachycena v grafu umístěném níže.



Obr. 14 Prognóza inflace ze dne 4. 2. 2016

Zdroj: ČNB, dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/

Z grafu prognózy je patrné, že inflace dosáhne svého inflačního cíle až začátkem roku 2017. K opuštění devizových intervencí by tedy v případě správné předpovědi opravdu mohlo dojít až nejdříve v první polovině roku 2017.

Pro opuštění režimu devizových intervencí jsou možné dva způsoby. První způsob je ten, že bude jednorázově zrušen kurzový závazek a vývoji kurzu bude od té chvíle ponechán zcela volný průběh. Tento scénář s sebou nese určitá rizika, která se projevila v případě jednorázového ukončení kurzového závazku například ve Švýcarsku. Zde došlo k náhlé apreciaci kurzu švýcarského franku vůči euru a ekonomika upadla do deflace. K uvolnění ekonomiky v tomto případě Švýcarská národní banka využila možnosti vyhlášení záporných úrokových sazeb, což je možnost, která je diskutovaná bankovní radou i v české republice. Jako jednu z možností ji označil ve svém vyjádření i pravděpodobně budoucí guvernér ČNB Jiří Rusnok (Česká televize, 2016).

Druhým způsobem ukončení intervencí je postupné uvolňování kurzového závazku a jeho úplné zrušení v momentu, kdy bude možná co nejvíce odpovídat skutečnému kurzu určenému trhem. V případě tohoto scénáře je možnost eliminovat šok ekonomiky z jednorázového uvolnění kurzového závazku a dát ekonomice možnost si na nové podmínky trhu zvykat postupně.

3.4 Reakce veřejnosti na devizové intervence

I přes skutečnost, že Česká národní banka už téměř rok před zahájením intervencí avizovala, že v případě nutnosti je připravena využít kurzu koruny k uvolnění měnových podmínek v ekonomice, většina české veřejnosti, ať už laické či odborné, byla oznámením o zahájení devizových intervencí a vyhlášením kurzového závazku zaskočena.

Po odeznění prvotního překvapení se rozvířily četné diskuze o vhodnosti a nutnosti přikročení Centrální banky k devizovým intervencím.

Ke známým osobnostem, které veřejně vystupují ohledně devizových intervencí, patří například Jiří Rusnok, známý český politik a ekonom a od března roku 2014 člen bankovní rady ČNB. Jiří Rusnok hodnotil devizové intervence jako krok, který ČNB provedla oprávněně s vírou, že v dlouhodobém horizontu české ekonomice prospěje. Rusnok bude také nejspíše během roku 2016 nástupcem Miroslava Singera na postu guvernéra ČNB a zůstane na něm tak rozhodnutí o termínu a způsobu ukončení devizových intervencí. (peníze.cz, 2013).

Další známou osobností, která se k problematice devizových intervencí hojně vyjadřovala, byl politik a ekonom Petr Mach. Jeho postoj byl ale značně odlišný od postoje Jiřího Rusnoka. Dle jeho názoru nemá Centrální banka nárok určovat, jaká má být kurzová hodnota koruny, jelikož je pouze záležitostí trhu, který na základě nabídky a poptávky tuto hodnotu stanoví. Jeho největším argumentem proti intervencím je, že kvůli intervencím dochází k růstu peněžní zásoby, což způsobuje růst inflace, nikoliv k oživení ekonomiky a tím k růstu inflace. (peníze.cz, 2013).

Tento argument je ovšem značně zjednodušen a dá se na něj snadno oponovat článkem víceguvernéra ČNB Vladimíra Tomšíka, který v něm říká, že, „*devizové intervence neměly a nemají primárně za cíl zvýšit množství peněz v ekonomice.*“ (Tomšík, ČNB, 2014) A podle jeho tvrzení v praxi dochází pouze ke zvýšení přebytku likvidity bank, což je fenomén, který se v naší ekonomice vyskytuje již delší dobu. Situace na bankovním trhu se tedy výrazným způsobem nezměnila. Cílem devizových intervencí je ovlivňovat míru inflace, ovšem pomocí růstu výstupu ekonomiky, nikoliv pomocí primárního růstu nabídky peněz.

K devizovým intervencím se vyjadřoval také bývalý prezident České republiky, pan Václav Klaus. Soustředil se především na polemiky o tom, zda deflace jako hlavní důvod pro provádění devizových intervencí, vůbec kdy byla hrozbou. Podle jeho názoru byly důvody vedoucí k devizovým intervencím zveřejněné Centrální bankou velice subjektivní a neměly být základem pro provádění měnové politiky.

Samotná deflace dle Klause nemusí být tak závažným ekonomickým problémem, jak je veřejnosti prezentována a hledá jiné motivy, které Centrální banka pro provádění intervencí mohla mít. Opatření České národní banky tak obecně odsoudil. (Václav Klaus, 2013).

I z tohoto malého průřezu názory na devizové intervence je evidentní, že neexistuje univerzální odpověď na otázku ohledně správnosti tohoto kroku a každý má na tuto problematiku jiný názor.

4 Diskuze nad účinností devizových intervencí

V této kapitole budou nejprve rozebrány devizové intervence, které proběhly ve Švýcarsku a v Izraeli, poté budou diskutovány jejich podobnosti i odlišnosti s intervencemi v České republice. Následovat bude diskuze nad účinností devizových intervencí v ČR.

4.1 Devizové intervence ve Švýcarsku

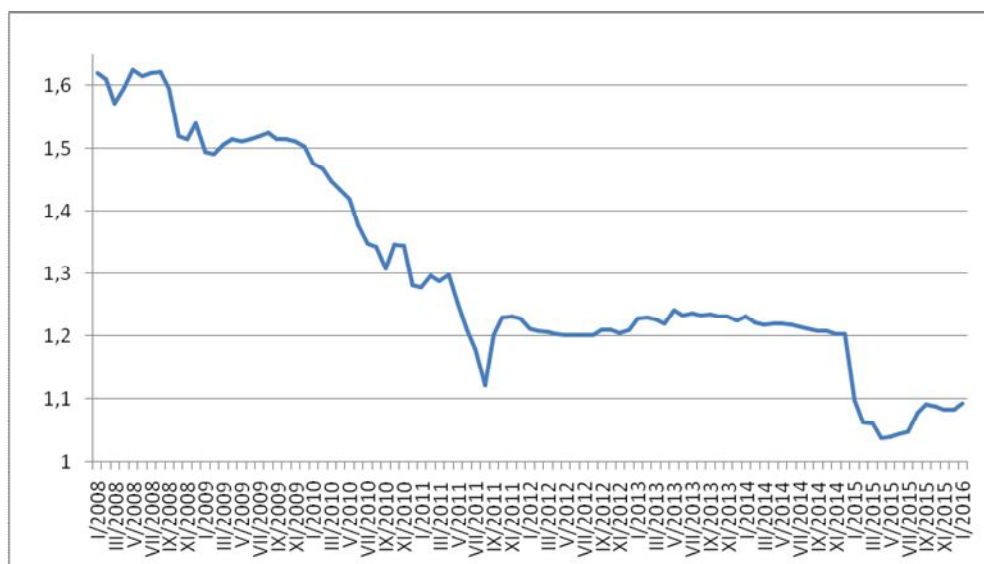
Devizové intervence jako nástroj monetární politiky byly uplatněny i v jiných zemích. A k jedné z těchto zemí patří i Švýcarsko.

Švýcarsko vždy platilo za neutrální a stabilní zemi se stabilní měnou. Z tohoto důvodu se stalo populární zemí pro umístování přebytečných finančních prostředků, které zde podle všeobecného názoru mají být téměř nedotknutelné.

V období velké finanční krize, kdy se všichni báli nejistého vývoje na finančních trzích, se tedy přímo nabízelo využít tohoto jeho postavení a přemístit svá finanční aktiva právě do švýcarských bank.

Toto rozhodnutí velkého množství ekonomických subjektů vedlo k tomu, že v důsledku velké poptávky po švýcarském franku docházelo k jeho značné apreciaci, která byla spojena se snižováním cenové hladiny, dokonce s hrozbou deflace.

K výrazné apreciaci kurzu CHF/EUR začalo docházet již od počátku roku 2008. Ovšem k nejstrmějšímu zhodnocování docházelo právě od září 2008, kdy propukla finanční krize naplno. Tento vývoj je zřejmý i z grafu umístěného níže.



Obr. 15 Vývoj kurzu CHF/EUR, měsíční data

Zdroj: SNB, vlastní zpracování

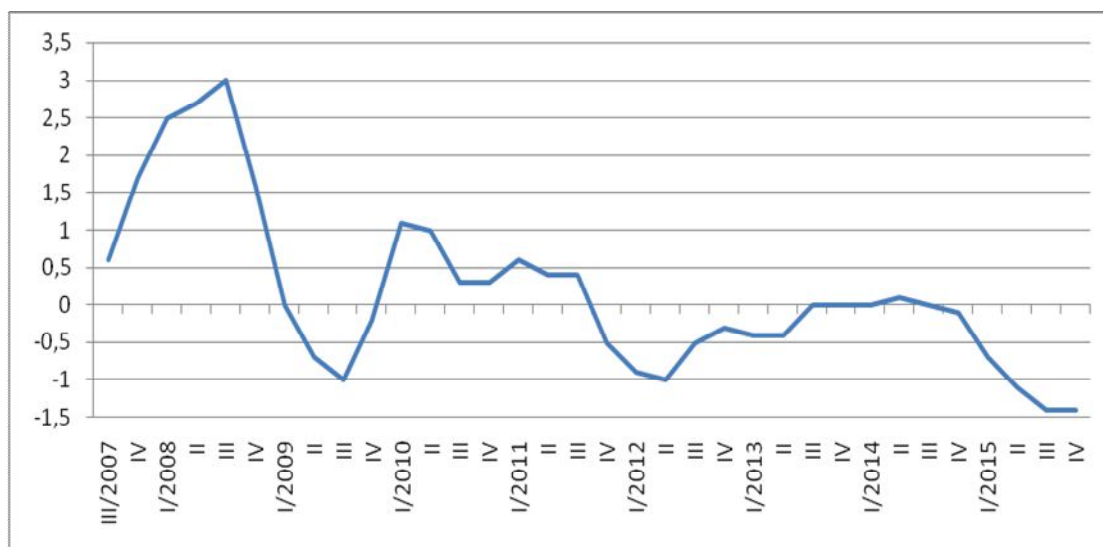
Švýcarský frank tedy proti euru stále více posiloval a to se odrazilo i na cenové hladině. Ta začala od konce roku 2008 v meziročním srovnání růst stále pomalejším tempem, v prvním čtvrtletí roku 2009 se cenová hladina vyrovnala té z roku minulého a Centrální banka se do budoucna obávala deflace.

Tato situace neodpovídá podmínkám měnové stability, jak jsou určeny Švýcarskou národní bankou, která se snaží zabránit deflaci a zároveň růstu inflace nad 2%. V situaci, která byla v roce 2008 ve Švýcarsku aktuální, bylo zapotřebí určité uvolnění měnové politiky, ovšem co se týká základní úrokové sazby vyhlášené Švýcarskou národní bankou (SNB), ta již byla postupně snižována, ale výsledky nebyly dostačující. Během roku 2008 byla tato sazba snížena ze 2,75% na 0,5% na konci roku.

Centrální banka se tedy rozhodla od března roku 2009 intervenovat na devizovém trhu nakupováním eur a uvolňováním švýcarských franků do oběhu. Krátkodobě se to zdálo jako uspokojivé řešení, ovšem většina nákupů cizí měny byla provedena v podobě swapů, tedy zpětných obchodů. Platnost těchto obchodů vypršela většinou ke konci roku 2009 a začátkem roku 2010, což samo o sobě způsobilo stahování švýcarského franku z oběhu a s tím spojené jeho posilování. K situaci nepřispěla ani tehdejší ekonomická situace, která dále podporovala příliv finančních prostředků do Švýcarska (Humpage, 2013, str. 3).

Švýcarská centrální banka tedy pokračovala s devizovými intervencemi. Takto situace pokračovala až do srpna roku 2011, kdy dosáhl švýcarský frank, konkrétně 10. srpna 2011, své do té doby absolutně nejsilnější hodnoty vůči euru, hodnoty 1,0451 franků. V srpnu 2011 rozhodla SNB o dalších mimořádných devizových intervencích a v září oznámila svůj kurzový závazek, který zněl tak, že nedopustí apreciaci franku vůči euru větší, než na hodnotu 1,2. Od roku 2009 do roku 2011, jak uvádí Jílek (2013, str. 406), cizoměnové investice Švýcarské národní banky narostly z 47 mld. franků na celých 258 mld. franků.

Avšak i přes dodržení závazku vůči euru a značné navýšení monetární báze došlo k tomu, že se švýcarská ekonomika dostala do deflace, jak je patrné z grafu o vývoji inflace ve Švýcarsku umístěném níže. První vlna deflace nastala na začátku roku 2009 a trvala do konce tohoto roku, druhá trvala od konce roku 2011 do poloviny roku 2012 a třetí vlna deflace nastoupila na konci roku 2014 a je ve Švýcarsku aktuální až dodnes.



Obr. 16 Vývoj meziroční míry inflace ve Švýcarsku v %, čtvrtletní data

Zdroj: OECD, vlastní zpracování

Co se týče vývoje HDP, k jeho největšímu propadu došlo v roce 2009, kdy se meziročně snížila jeho hodnota o 2,1%. Hned rok potom, v roce 2010, již docházelo k meziročnímu růstu a výstup ekonomiky byl dokonce větší než v roce 2008. Od té doby dochází každoročně k růstu ekonomiky, na rok 2015 je předpovídán meziroční růst pouze o 0,7%.

Devizové intervence Švýcarské národní banky byly ukončeny 15. ledna 2015. V tento den byla zároveň vyhlášena změna základní úrokové sazby vyhlášené Centrální bankou, která znamenala její snížení z -0,5% na -0,75% (Swiss national bank, 2016a). K záporným úrokovým sazbám sáhla přitom Centrální banka již na konci roku 2014, kdy vyhlásila právě sazbu v hodnotě -0,5%.

V praxi záporné úrokové sazby znamenají, že banky musí centrální bance platit, pokud si u ní chtějí uložit svoji přebytečnou likviditu. Očekávaný efekt je ten, že banky místo toho, aby tyto peníze nevhodně ukládaly, je raději nabídkou svým klientům, a tím se peníze dostanou do oběhu.

Po jednorázovém ukončení devizových intervencí došlo k náhlému zhodnocení švýcarského franku na hodnotu 1,028 CHF/EUR ještě v den tohoto ukončení 15. 1. 2015. Od konce ledna se však kurz již sám ustálil zhruba na hodnotách lehce vyšších než 1 CHF/EUR.

Vývoj makroekonomických ukazatelů po ukončení intervencí není příliš příznivý. Ekonomika se nachází v deflaci, která za čtvrté čtvrtletí roku 2015 dosahuje hodnoty -1,4% v meziročním srovnání. Odhadovaný růst HDP na rok 2015 je pouze 0,7%, jak bylo zmíněno již výše. Co se týče vývoje kurzu, lze říci, že od mohutného propadu po ukončení intervencí, dochází k jeho postupné depreciaci, v polovině února roku 2016 se pohybuje kolem hodnoty 1,1 CHF/EUR.

Při ukončení devizových intervencí zároveň Švýcarská národní banka oznámila, že pokud to bude nezbytné, bude znovu intervenovat na devizových trzích (Swiss national bank, 2016b).

Devizové intervence ve Švýcarsku tedy nedokázaly zabránit pádu ekonomiky do deflace, i když deflace, ke které dochází od ukončení intervencí, může být způsobena právě tímto razantním a náhlým krokem k ukončení. Další možný pohled na věc je ten, že je zde možnost, že by bez devizových intervencí měla deflace daleko závažnější průběh.

Pád ekonomiky do deflace a snížení tempa růstu HDP jsou možné argumenty pro ukončení devizových intervencí v české republice odlišným způsobem, který by mohl spočívat v postupném uvolňování kurzového závazku.

4.2 Devizové intervence v Izraeli

Další zemí, ve které proběhly devizové intervence, i když jinak motivované, je Izrael. Podobnost Izraele s Českou republikou lze hledat ve faktu, že Izrael je stejně jako Česká republika malá otevřená ekonomika.

Důvod, který Izrael k tomuto kroku vedl, byl ovšem od důvodů ČNB odlišný. Nešlo o zabránění pádu ekonomiky do deflace, nýbrž o touhu zvýšit devizové rezervy Izraelské centrální banky (BOI).

Devizové rezervy jsou brány jako jakási záruka silné a stabilní ekonomiky, jelikož je vždy možnost tyto rezervy použít na vyvažování určité ekonomické nestability. Dle mezinárodního měnového fondu existuje mnoho důvodů pro držení devizových rezerv, ke kterým patří například nastolení důvěry v národní měnu, boj s faktory narušujícími trh, podpora cílů monetární politiky nebo ovlivňování měnového kurzu (International Monetary Fund policy paper, 2014, str. 4).

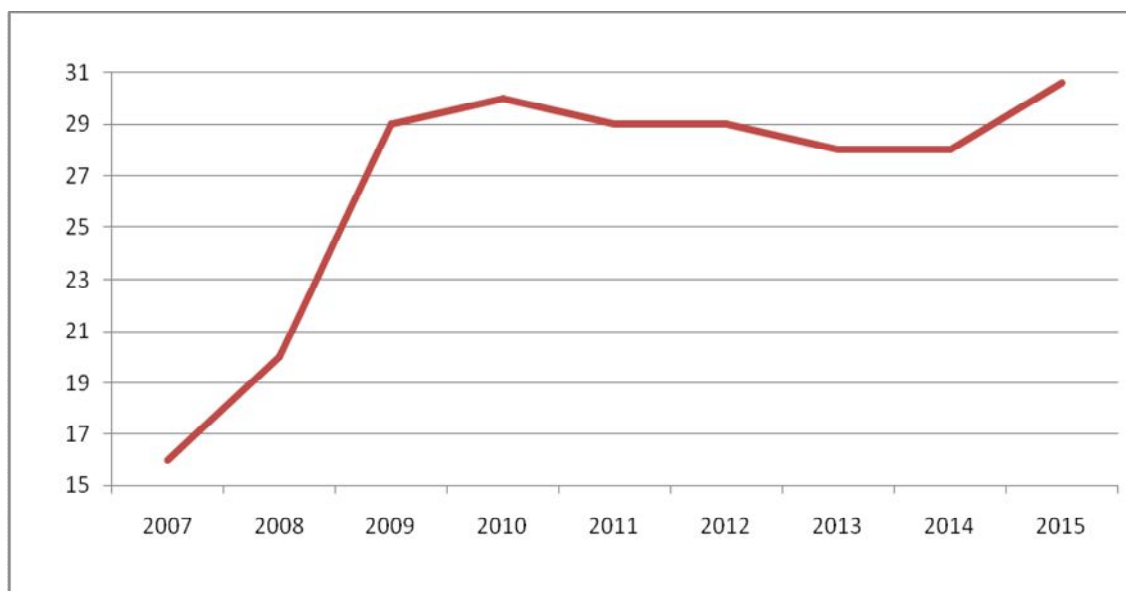
Další odlišností od situace v České republice je to, že základní úroková sazba se v době zahájení devizových intervencí nenacházela na technické nule. Konkrétněji se základní úroková sazba vyhlášená Centrální bankou pohybovala v roce 2008 kolem 5%. BOI by pro potřebu případného uvolnění měnových podmínek měla k dispozici standartní nástroj. Je zde tedy patrné, že primárním cílem bylo ovlivnění výše devizových rezerv.

Důvodem, který přispěl k realizaci devizových intervencí, byla také strmá apreciacie kurzu izraelského šekelu, který byl podle názoru BOI nadhodnocen. Izraelská centrální banka tedy dospěla k rozhodnutí, že rezervy je zapotřebí pomocí devizových intervencí zvýšit.

Tyto intervence započaly v březnu roku 2008, kdy byla přesně stanovena denní hodnota devizových intervencí. Nejprve se jednalo o částku 25 milionů dolarů denně, a v červenci stejného roku byla tato částka navýšena na sumu 100 milionů dolarů denně (Flug, Schpitzer, 2013, str. 195).

V srpnu roku 2009 bylo oznámeno, že s denními devizovými intervencemi se končí a nadále bude Centrální banka intervenovat pouze, v případě nadměrné volatility kurzu.

V období mezi březnem 2008 a červencem 2009 došlo k navýšení rezervy vzhledem k HDP o téměř 100% a došlo také ke zdatelné depreciači kurzu šekelu. Nárůst rezerv můžeme vidět na grafu umístěném níže. Z grafu je také zřejmé, že k největšímu nárůstu rezerv došlo právě v letech 2008 a 2009. Od ukončení pravidelných devizových intervencí je výše rezerv držena na přibližně stejné úrovni.



Obr. 17 Poměr rezerv BOI k HDP v %, roční data

Zdroj: World Bank, vlastní zpracování

Přibližně v polovině roku 2010 došlo k situaci, kdy se zároveň zvyšovaly nominální úrokové sazby, které byly od konce roku 2008 snižovány, a byly prováděny devizové intervence. Úrokové sazby byly zvyšovány z toho důvodu, že předpokládaná inflace se nacházela nad cílem Centrální banky, a k devizovým intervencím docházelo kvůli tlaku v ekonomice na apreciaci kurzu šekelu.

Od ukončení režimu fixních denních intervencí jsou tedy rezervy využívány k ovlivnění nežádoucího vývoje kurzu a jejich vliv na velikost devizových rezerv není nijak významný.

V současné době se Izrael potýká s deflací a základní úroková sazba Centrální banky se nachází na technické nule.

4.3 Diskuze nad účinností intervencí v České republice

Devizové intervence v České republice byly a jsou krok, který již od samého počátku vyvolává rozporuplné reakce. Názory na vhodnost jejich použití se velice různí především z toho důvodu, že neexistuje univerzální metodika, jak jejich vhodnost a úspěšnost měřit, každý názor je tak unikátní a z určitého úhlu pohledu také pravdivý. Jak uvádí ve své studii také Neely (2011, s. 308), neexistuje mezi ekonomy jednotná shoda, zda jsou devizové intervence účinný a vhodný nástroj, nebo ne. Každý má svůj vlastní pohled na tuto problematiku.

V porovnání s intervencemi ve Švýcarsku mají intervence v ČR velice podobné příčiny. Stejně jako ve Švýcarsku nastala situace, kdy docházelo k apreciaci kurzu, vyhlídky ohledně inflace nebyly příznivé a měnověpolitické úrokové míry dosahovaly velice nízkých hodnot. Jejich výsledek ovšem nebyl příliš povzbudivý, jelikož po ukončení devizových intervencí došlo k prudkému zhodnocení franku oproti euru a Švýcarsko se nachází v deflaci. Roli zde ale zajisté hraje postavení Švýcarska, jako ekonomiky vhodné pro bezpečné uložení aktiv, což je nesrovnatelné s postavením České republiky. Je tedy otázkou, zda by mělo k ukončení intervencí dojít nárazově, jako tomu bylo v případě Švýcarska, nebo postupně, aby se co nejvíce zamezilo prudké apreciaci kurzu.

V případě Izraele byl popud pro provádění devizových intervencí velice odlišný od České republiky. Motivem bylo zvýšení devizových rezerv Izraelské centrální banky a izraelská ekonomika se navíc nenacházela v situaci téměř nulových měnověpolitických úrokových sazeb. S postupem času se monetární politika Izraele změnila s měnící se situací v ekonomice, ovšem nynější stav v Izraelské ekonomice je obtížnější, než v případě ČR před zahájením intervencí, jelikož v ekonomice dochází k deflaci a úrokové sazby jsou již na technické nule. Zajímavý bude vývoj monetární politiky Izraele do budoucna.

Co se týče vývoje ukazatelů diskutovaných v této práci, některé vyznívají v kontextu devizových intervencí velice pozitivně, jako například hrubý domácí produkt, který v České republice roste daleko rychlejším tempem, než se v počátcích devizových intervencí předpokládalo. Příznivý vývoj zažívá také nezaměstnanost, která od roku 2013 meziročně neustále klesá. Struktura spotřeby domácností také působí velice pozitivně.

Naproti tomu existují i makroekonomické ukazatele, jejichž vývoj není přímo takový, jak se očekávalo. Mezi těmito je nutno jmenovat tolik diskutovanou inflaci, která byla samotným podnětem pro provádění devizových intervencí. Podle srovnání prognóz a skutečnosti, které bylo provedeno výše, je jasné, že do skutečného ekonomického vývoje zasáhly vlivy, se kterými nebylo zcela počítáno, jelikož skutečná inflace je daleko nižší, než bylo predikováno. Pokud budeme brát v úvahu fungování devizových intervencí podle předpokladů, je možné, že by se ekonomika dostala do hlubší deflace, než bylo původně předpokládáno, což by opět hovořilo ve prospěch devizových intervencí.

Dalším ukazatelem, jehož vývoj tak úplně nenaplnil očekávání, je saldo exportu a importu, které se skokově zvýšilo pouze následně po provedení devizových intervencí. Tento ukazatel je ovšem velice specifický kvůli své proměnlivosti. Je

proto těžké zde vypořádat nějaký převažující trend po zahájení devizových intervencí.

Výčet těchto ukazatelů jako kritérií pro zhodnocení dopadu devizových intervencí na českou ekonomiku je velice omezený a stejně i při tomto zjednodušení není možno jednoduše rozhodnout o oprávněnosti devizových intervencí, jelikož zde vystupuje velké množství neznámých. Asi největší neznámou je nejistota ohledně toho, jak by se situace v české ekonomice vyvíjela v případě pasivní politiky České národní banky. Při znalosti této neznámé by se dalo s určitostí zjistit, zda deflace byla hrozbou a zda jednání Centrální banky bylo oprávněné a i při hypotetické znalosti této neznámé je stále možno rozporovat všeobecnou vhodnost provádění devizových intervencí.

5 Závěr

I když devizové intervence vyvolávají rozporuplné reakce a rozdílné názory, cílem mé práce bylo zhodnotit jejich dopad na ekonomiku, což bylo prováděno pomocí porovnávání makroekonomických ukazatelů v období před a po započítání devizových intervencí, což jsou kritéria, která jsou nevyvratitelná a na rozdíl od diskuzí o vhodnosti provedení devizových intervencí i nestranná.

V průběhu zpracovávání práce bylo zjištěno, že některé pozorované makroekonomické ukazatele vyznívají v kontextu devizových intervencí pozitivně, jejich vývoj je velice příznivý, a jiné naopak nenaplnily očekávání, která do nich byla vkládána v období počátků devizových intervencí.

K ukazatelům, které mají velice dobrý vývoj patří HDP, které roste daleko rychleji, než se v rámci počátečních prognóz očekávalo.

Dalším ukazatel, který má velice dobrý vývoj, je míra nezaměstnanosti, která již od roku 2014, tedy od roku následujícího po zahájení devizových intervencí, vykazuje převážně klesající trend.

Posledním ukazatelem zkoumaným v této práci, který vyznívá v kontextu devizových intervencí pozitivně, je vývoj struktury spotřeby domácností. K nejvýraznějšímu růstu spotřeby v meziročním srovnání dochází od roku 2014 u výdajů na předměty dlouhodobé spotřeby. Z tohoto vývoje se dá odvodit, že ekonomické subjekty nejspíše neočekávají do budoucna pokles cenové hladiny, jinak by svoji dlouhodobou spotřebu odkládaly právě na dobu, až k poklesu cen dojde.

Naopak ukazatele, které se nevyvíjely úplně podle očekávání jsou inflace a čistý export. Inflace dosahuje daleko nižších hodnot, než bylo predikováno v období počátků devizových intervencí. Tento vývoj ovšem nemusí v kontextu devizových intervencí vyznívat automaticky negativně. Je totiž možné, že důvodem pro tento vývoj je, že deflace byla ještě větší hrozbou, než se předpokládalo a její průběh by byl v případě pasivní politiky Centrální banky dramatičtější, než bylo očekáváno.

Saldo exportu a importu, které mělo dle očekávání na devizové intervence zareagovat růstem, neprokázalo takto jednoznačný vývoj. K jeho nárůstu opravdu došlo v prvním čtvrtletí roku 2014, kdy dokonce dosáhlo své rekordní hodnoty, kterou od té doby nepřekonal, ovšem pozdější vývoj byl již velice proměnlivý a nedá se říci, že by zcela odpovídal očekáváním.

Zhodnotit dopad samotných devizových intervencí na českou ekonomiku je velice náročný úkol, jelikož na makroekonomické ukazatele působí velké množství rozličných vlivů a je obtížné oddělit vliv devizových intervencí od ostatních.

6 Literatura

DUŠKOVÁ, JITKA. *Hospodářská politika I: úvodní kurz*. Vyd. 1. V Brně: Mendelova univerzita, 2013. ISBN 978-80-7375-747-2.

FUCHS, KAMIL A PAVEL TULEJA. *Makroekonomie I*. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2003. ISBN 80-210-3073-9.

HOLMAN, ROBERT. *Ekonomie*. 5. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2011. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-006-5.

JÍLEK, JOSEF. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.

JUREČKA, VÁCLAV. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4386-8.

KLIKOVÁ, CHRISTIANA A IGOR KOTLÁN. *Hospodářská politika*. 3. vyd. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates, 2012. ISBN 978-80-86572-76-5.

KOTLÁN, IGOR. *Aplikovaná hospodářská politika*. Vyd. 1. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates, 2001. ISBN 80-86572-01-3.

MANDEL, MARTIN A VLADIMÍR TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Vyd. 1. Praha: Management Press, 2003. ISBN 80-7261-094-5.

REVENDA, ZBYNĚK, MARTIN MANDEL, JAN KODERA, PETR MUSÍLEK, PETR DVOŘÁK. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 6., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2015. ISBN 978-80-7261-279-6.

URBAN, JAN. *Teorie národního hospodářství*. 4., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer, 2015. ISBN 978-80-7478-724-9.

Elektronické zdroje

35. Kolokvium – průzkum prognóz makroekonomického vývoje ČR (2013–2016). Ministerstvo financí [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/makroekonomika/makroekonomicka-predikce/2013/zadej-nazev-nove-stranky-11738>

ASSESSING RESERVE ADEQUACY—SPECIFIC PROPOSALS. International Monetary Fund Washington, D.C. [online]. 2014. Dostupné také z: <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2014/121914.pdf>

Ceny výrobců - časové řady. Český statistický úřad [online]. 2015a [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/ipc_cr

Chronicle of monetary events 1848–2016. Swiss National Bank [online]. 2016a [cit. 2016-03-26]. Dostupné z: https://www.snb.ch/en/iabout/snb/hist/id/hist_wpc#t15

Finanční stabilita. ČNB [online]. 2003 - 2016b [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_stabilita/

FLUG, KARNIT A AMIR SCHPITZER. *Rethinking exchange rate policy in a small open economy: the Israeli experience during the great recession*. [online]. 2013. Dostupné také z: <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73n.pdf>

FRATZSCHER, MARCEL, OLIVER GLOEDE, LUKAS MENKHOFF, LUCIO SARNO A TOBIAS STÖHR. *When Is Foreign Exchange Intervention Effective? Evidence from 33 Countries*. [online]. 2015. ISSN 1619-4535. Dostupné také z: http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.519195.de/dp1518.pdf

Inflace - druhy, definice, tabulky. Český statistický úřad [online]. 2016 [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace

Inflace, míra inflace - Metodika. Český statistický úřad [online]. 2015b [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/kdyz_se_rekne_inflace_resp_mira_inflace

- HUMPAGE, OWEN F. *The Limitations of Foreign-Exchange Intervention: Lessons from Switzerland*. Federal Reserve Bank of Cleveland. [online]. 2013. ISSN 0428-1276.
- KLAUS, VÁCLAV. *Politický komentář IVK č. 16 - Byla deflace opravdu hrozbou a zásahem ČNB jsme ji zažehnali?* Václav Klaus [online]. 2013 [cit. 2016-03-26]. Dostupné z: <http://www.klaus.cz/clanky/3496>
- NEELY, CHRISTOPHER J. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review: A Foreign Exchange Intervention in an Era of Restraint* [online]. 2011, s. 303-324 [cit. 2016-04-30]. Dostupné z: <https://research.stlouisfed.org/publications/review/11/09/303-324Neely.pdf>
- Měnověpolitické nástroje*. ČNB [online]. 2003 - 2016c [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/
- Monetary policy over fifty years: experiences and lessons*. 1st ed. London: Routledge, Taylor & Francis Group, 2009. Routledge international studies in money and banking, 54. ISBN 978-0-415-47847-2.
- Monetary policy since 2013*. Swiss national bank [online]. 2016b [cit. 2016-04-30]. Dostupné z: https://www.snb.ch/en/iabout/monpol/id/monpol_current
- Očima expertů: Měnová intervence ČNB. Komu pomůže a komu ublíží?* peníze.cz [online]. 2013 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/makroekonomika/275985-ocima-expertu-menova-intervence-cnb-komu-pomuze-a-komu-ublizi>
- PILL, HUW. *Monetary Policy in a Low-Interest-Rate Environment: A Checklist*. NBER International Seminar on Macroeconomics [online]. 2009, 6(1), 335-345 [cit. 2016-03-25]. DOI: 10.1086/648713. ISSN 19328796. Dostupné z: <http://www.jstor.org/stable/info/10.1086/648713>
- Prohlášení bankovní rady na tiskové konferenci po skončení měnového zasedání*. ČNB [online]. 2016 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2016/160204_pr_ohlaseni.html

Slovník pojmů-D. ČNB [online]. 2003 - 2016d [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/cs/obecne/slovník/d.html>

TOMŠÍK, VLADIMÍR. *Devizové intervence a peněžní zásoba. Jak spolu souvisí? Nijak a není to překvapivé.* ČNB [online]. 2014 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/tomsik_20140114.html#

Uchazeči o zaměstnání v evidenci úřadu práce a podíl nezaměstnaných osob. Český statistický úřad [online]. 2016b [cit. 2016-05-02]. Dostupné z: <https://vdb.czso.cz/vdbvo2/faces/cs/index.jsf?page=vystup-objekt&zo=N&pvo=ZAM11-A&skupId=766&katalog=30853&pvo=ZAM11-A&str=v194>

Úloha měnové politiky. ČNB [online]. 2003 - 2016a [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html

V příštích šesti letech zůstane Česko bez eura, tipuje expremiér Rusnok. Česká televize [online]. 2016 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: <http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1691464-rusnok-nelze-vyloucit-pouziti-zapornych-urokovych-sazeb>

WU, Tao. Understanding Deflation. Federal Reserve Bank of San Francisco. [online]. 2004. Dostupné také z: <http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2004-08.pdf>

Záznam z jednání bankovní rady ČNB dne 6. února 2014. ČNB [online]. 2014 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2014/cmom_140206.html

Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 19. prosince 2012. ČNB [online]. 2012 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2012/cmom_121219.html

Záznam z jednání bankovní rady ČNB ze dne 7. listopadu 2013. ČNB [online]. 2013 [cit. 2016-03-25]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/br_zapisy_z_jednani/2013/cmom_131107.html

