

Vyhodnocení kurzového závazku ČNB z listopadu 2013

Bakalářská práce

Vedoucí práce:

Ing. Jitka Dušková, Ph.D.

Filip Andrš

Brno 2016

Poděkování

Chtěl bych poděkovat své vedoucí bakalářské práce Ing. Jitce Duškové, Ph.D. za odborné vedení, za pomoc a poskytnuté rady při zpracování této práce.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Vyhodnocení kurzového závazku ČNB z listopadu 2013** vypracoval 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, 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 předmetná 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 25. května 2016

Abstract

Andrš, F. *Evaluation of the exchange rate commitment of the Czech National Bank from November 2013*. Bachelor thesis. Brno: Mendel University, 2016.

This thesis deals with the foreign exchange interventions and exchange rate commitment declared by the Czech National Bank in November 2013. The aim of this thesis is to specify a magnitude of influence of the interventions on an economic development. The effort is to verify hypothesis, that the foreign exchange interventions of the Czech National Bank had no impact on macroeconomic development in a short period. The problem is solved by analyzing the exchange rate channel. The thesis specifies variables, that are affected by the exchange rate channel and it's shown their development. Then it's specified a magnitude of influence of foreign exchange interventions on the variables. All of explored variables, apart from inflation rate, show a positive development. As a consequence of that, the hypothesis was rejected. Based on the results, it's possible to say that the foreign exchange interventions contributed to the positive development of the Czech economy.

Keywords

Exchange rate, exchange rate commitment, exchange rate channel, foreign exchange interventions

Abstrakt

Andrš, F. *Vyhodnocení kurzového závazku ČNB z listopadu 2013*. Bakalářská práce. Brno: Mendelova univerzita v Brně, 2016.

Tato práce se zabývá devizovými intervencemi a vyhlášeným kurzovým závazkem Českou národní bankou v listopadu 2013. Cílem práce je specifikovat velikost vlivu těchto intervencí na ekonomický vývoj české ekonomiky. Snahou je ověřit hypotézu, podle které devizové intervence České národní banky neměly v krátkém období vliv na makroekonomický vývoj v České republice. Problém je řešen pomocí analýzy kurzového kanálu. Jsou specifikovány veličiny, které jsou ovlivněny prostřednictvím kanálu, a je ukázán jejich následný vývoj. Následně je specifikována velikost vlivu devizových intervencí na dané veličiny. Veškeré zkoumané veličiny, kromě míry inflace, pak vykazují pozitivní vývoj. V důsledku toho byla zamítnuta hypotéza. Na základě zjištěných výsledků je tedy možné konstatovat, že devizové intervence přispěly k pozitivnímu vývoji české ekonomiky.

Klíčová slova

Měnový kurz, kurzový závazek, kurzový kanál, devizové intervence

Obsah

1	Úvod	9
2	Cíl a metodika	10
3	Měnová politika ČNB	11
3.1	Měnová politika.....	11
3.2	Inflační cílování.....	11
3.3	Nástroje ČNB a jejich vývoj.....	13
3.3.1	Operace na volném trhu	13
3.3.2	Automatické facility	14
3.3.3	Vývoj úrokových měř.....	14
3.4	Past likvidity a cesta ven	15
3.5	Měnový kurz.....	18
3.6	Devizové intervence.....	18
3.7	Motivy intervencí ČNB	19
3.8	Kurzový kanál	20
4	Dopady intervencí	22
4.1	Dopad na měnový kurz	22
4.2	Dopady na zahraniční obchod	23
4.3	Dopad na spotřebu a investice	27
4.4	Dopady na HDP	28
4.5	Dopady na zaměstnanost	30
4.6	Dopady na mzdy a inflaci	32
5	Diskuze	37
6	Závěr	42
7	Literatura	43

Seznam obrázků

Obr. 1	Vývoj úrokových měr ČNB.....	15
Obr. 2	Vývoj investic jako výdaje na HDP v mil. Kč.....	16
Obr. 3	Měnová expanze v pasti likvidity.....	17
Obr. 4	Měnová báze v ČR od listopadu 2013.....	19
Obr. 5	Působení kurzového kanálu s cílem oslabit domácí měnu.....	21
Obr. 6	Vývoj kurzu koruny vůči euru.....	23
Obr. 7	Vývoj exportu a importu v ČR v mil. Kč.....	23
Obr. 8	Vývoj HDP, exportu a importu v mil. Kč.....	24
Obr. 9	J křivka.....	25
Obr. 10	Obchodní bilance ČR s Německem v mil Kč.....	25
Obr. 11	Obchodní bilance ČR s eurovou v mil. Kč.....	26
Obr. 12	Obchodní bilance ČR v mil. Kč.....	26
Obr. 13	Výdaje na konečnou spotřebu domácností v mil. Kč.....	27
Obr. 14	Tvorba hrubého fixního kapitálu v mil. Kč.....	28
Obr. 15	Podíl jednotlivých složek na HDP ČR.....	28
Obr. 16	Vývoj průměrné měsíční nominální mzdy.....	32
Obr. 17	Míra inflace od roku 2013.....	33
Obr. 18	Závislost míry inflace na růstu mezd.....	34
Obr. 19	Hodinová produktivita práce v ČR, roční údaje.....	35
Obr. 20	Srovnání míry růstu mezd a míry růstu produktivity práce.....	36
Obr. 21	Srovnání HICP a míry inflace.....	39
Obr. 22	Vývoj cen surové ropy v dolarech za barel.....	40

Seznam tabulek

Tab. 1	Inflační cíle a jejich plnění.....	13
Tab. 2	Vývoj HDP ČR 2008-2013	20
Tab. 3	Devizové obchody ČNB.	22
Tab. 4	Čtvrtletní vývoj HDP v ČR.....	29
Tab. 5	Srovnání tempa růstu HDP ČR a SR.....	30
Tab. 6	Vývoj míry zaměstnanosti a nezaměstnanosti.....	31
Tab. 7	Srovnání měr růstu HDP, nominálních mezd a míry inflace.	33
Tab. 8	Podíl importu z eurozóny na celkovém importu v mil. Kč.	38

1 Úvod

Česká národní banka je jedním z ústředních tvůrců hospodářské politiky v České republice. V režimu cílení inflace se snaží zajistit cenovou stabilitu. Od toho se pak odvíjí její činnost. Navíc může podporovat i hospodářskou politiku vlády. Ve své činnosti využívá různých měnových nástrojů, díky nimž nastavuje měnové podmínky v České republice.

Tyto měnové podmínky byly v posledních letech uvolňovány. Navíc v roce 2009 zasáhla Českou republiku globální ekonomická krize a ekonomika se propadla do recese. Česká národní banka tedy pokračovala v uvolňování měnových podmínek ve snaze povzbudit uvadající ekonomiku. Avšak poté se dostala do situace, kdy její standardní nástroje již nešlo využívat. Ekonomika pokračovala v recesi a navíc byl ohrožen i hlavní cíl centrální banky v podobě stability cenové hladiny. Ekonomice hrozil pád do deflace.

Specifický průběh recese v České republice společně s deflačními vyhlídkami přiměly Českou národní banku k ještě většímu uvolnění měnových podmínek. Proto ČNB využila svého zbývajících nástrojů, devizových intervencí, a v listopadu 2013 vyhlásila kurzový závazek, podle kterého měnový kurz koruny vůči euru neklesne pod hranici 27 korun za euro. Závazek měl pomoci české ekonomice dostat se z recese, vyhnout se pádu ekonomiky do deflace a zajistit tak dosahování inflačního cíle.

Avšak tento krok České národní banky se u veřejnosti setkal s velkou vlnou nevole. Mnozí ekonomové a politici zaujali vůči intervencím kritický postoj podložený argumenty proti intervencím. Poukazují především na dražší import či dražší zahraniční dovolené pro české turisty. Na druhou stranu se našli i tací, kteří intervence schvalovali. Názory široké veřejnosti na problematiku devizových intervencí se tedy různí.

Od počátku vyhlášení kurzového závazku uplynuly již více než dva roky, a proto je možné již posoudit dopady intervencí na českou ekonomiku. Posoudit, zda měly pozitivní vliv na ekonomický vývoj v České republice, nebo zda spíše naši ekonomice uškodily.

Tak jako ve fiskální, tak i v měnové politice působí zpoždění. Pokud centrální banka provede nějaké opatření, dopady se většinou projeví až v delším období. Proto bude v práci ověřena, popřípadě vyvrácena hypotéza, podle které devizové intervence České národní banky neměly v krátkém období vliv na makroekonomický vývoj v České republice.

2 Cíl a metodika

Cílem práce je specifikovat velikost vlivu devizových intervencí na makroekonomické ukazatele a posoudit, jaký měly dopad na celkový ekonomický vývoj v České republice. Bude ověřována hypotéza, která tvrdí, že krátkodobě, tzn. v následném období dvou let, české ekonomice nepomohly.

Práce se tedy zabývá dopady devizových intervencí a kurzového závazku, vyhlášeného Českou národní bankou v listopadu 2013, na českou ekonomiku. Tak jako v politice fiskální, tak i v politice měnové působí zpoždění. Pokud měnová politika provede nějaké opatření, zpravidla se projeví až v delším období (Jílek, 2013, s. 133). Proto je v práci ověřována následující hypotéza.

H_0 : Devizové intervence České národní banky (realizované od listopadu 2013) neměly v krátkém období, tj. v období následujících dvou let, vliv na makroekonomický vývoj v České republice.

Práce je rozdělena na 7 kapitol. Nejprve je pozornost věnována měnové politice ČNB. Je představena její činnost společně s nástroji, které při provádění své politiky využívá. Popis její činnosti společně s nástroji slouží k nastínění situace, ve které se česká ekonomika ocitla před vyhlášením kurzového závazku. Rovněž i k opodstatnění, proč byl tento nástroj použit. Následně je již pozornost plně věnována devizovým intervencím.

Aby bylo možné specifikovat dopady na makroekonomický vývoj české ekonomiky, jsou nejprve specifikovány makroekonomické veličiny, jež jsou intervencemi ovlivněny. Toho je dosaženo pomocí analýzy teoretického konceptu kurzového kanálu, jež dané veličiny popisuje a prostřednictvím něhož intervence působí. Následně je využito dat Českého statistického úřadu a České národní banky, týkajících se dotčených veličin. Tato data jsou zpracována v tabulkách nebo pomocí grafu, aby byl patrný jejich vývoj před a po intervencích. Pak je již specifikován vliv intervencí na dané veličiny. Toho je dosaženo prostřednictvím využití studií ČNB a odhadů, případně komparací. Z dosažených výsledků jsou pak vyvozeny závěry. Z nich vyplývá, že devizové intervence České národní banky měly pozitivní vliv na všechny zkoumané makroekonomické veličiny, kromě míry inflace. Na základě toho je původní hypotéza zamítnuta.

Následuje diskuze, kde jsou nejprve porovnány proklamace ČNB s dosaženými výsledky. Jsou uvedeny některé argumenty týkající se intervencí a porovnány s dosaženými výsledky, případně dále rozvinuty prostřednictvím grafů. Je rovněž řešena otázka ukončení kurzového závazku s následným možným scénářem. Zde je využito porovnání s exitem Švýcarské národní banky. Nakonec je vyvozen závěr.

3 Měnová politika ČNB

3.1 Měnová politika

Měnovou, neboli monetární politikou, se rozumí proces, ve kterém se centrální banka, jako nositel měnové politiky, snaží dosáhnout předem stanovených cílů prostřednictvím svých nástrojů (Kliková, Kotlán, 2012, s. 149).

Na rozdíl od politiky fiskální, cíl české měnové politiky je uveden v Ústavě ČR a v zákoně o České národní bance. Podle těchto dokumentů je „*hlavním cílem České národní banky péče o cenovou stabilitu. Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu*“ (Zákon č. 6/1993 Sb.).

Prováděním monetární politiky se Česká národní banka snaží dosáhnout svého cíle. Avšak zřídka kdy je po opatření ČNB ovlivněna přímo cílová proměnná. Použití nástroje působí nejdříve na veličiny, které transmisní mechanismus označuje jako zprostředkující proměnné. Ty následně působí na další veličiny, tzv. operativní kritéria. A tyto veličiny ovlivňují konečný cíl, nejčastěji v podobě stability cenové hladiny vyjádřené hodnotou míry inflace. Ačkoli je cíl ČNB stabilita cenové hladiny, důležitá je kontrola a dohled nad zprostředkujícím kritériem. ČNB tak může sledovat plnění cíle na mezikroku (Jurečka, 2013, s. 167).

3.2 Inflační cílování

Inflační cílení je jeden ze čtyř režimů měnové politiky. Dalšími režimy jsou cílování peněžní zásoby, cílování měnového kurzu a režim s implicitní nominální kotvou. Do roku 1997 Česká národní banka využívala režimy cílování peněžní zásoby a zároveň i měnového kurzu. Nutno podotknout, že tyto cíle byly konfliktní. V roce 1997 se proto rozhodla pro přechod na režim cílení inflace a začala tak činit od roku 1998 (ČNB, ©2003-2016a).

Cílením inflace se rozumí způsob, jakým centrální banka řídí měnovou politiku. Oproti dalším režimům se soustředí přímo na dosahování hlavního cíle v podobě cenové stability, aniž by přitom využívala zprostředkujících cílů (ČNB, ©2008).

Hlavním znakem je veřejné vyhlášení inflačního cíle. Centrální banka tak dává najevo svůj závazek, který má vůči veřejnosti. Cíl by měl být dostatečně vzdálen od nuly, kvůli hrozbě, že by země spadla do deflace. Ve vyspělých zemích se tento cíl pohybuje mezi 2 až 3 % (Jílek, 2013, s. 119).

Patrně nejdůležitější vlastností režimu cílení inflace je důraz na transparentnost a odpovědnost centrální banky. Transparentností se rozumí dobrá předpověditelnost měnové politiky. Snižuje obavy o stav měnové politiky. Stejně tak vyvolává inflační očekávání u subjektů, které pomáhají dosáhnout stanovených cílů (Jílek, 2013, s. 121).

Z teoretického hlediska není cílování inflace nijak složité. Centrální banka určí žádoucí vývoj inflace do budoucna, a to prostřednictvím bodových hodnot nebo

jako interval, například 1 až 3 %. Ten následně zveřejní. Po vyhlášení cíle sestaví skutečnou prognózu budoucího vývoje inflace. Následně cíl a prognózu porovná. Pokud je předpověď vývoje skutečné inflace vyšší než zamýšlený cíl, měnová politika je zpřísněna. Pokud naopak předpověď nedosahuje cíle, je měnová politika uvolněna (Kvasnička, 2000, s. 648-649).

Z hlediska velikosti reakce na případné nedosahování inflačního cíle se inflační cílení dělí na striktní a flexibilní. Čím má být návrat k cílové hodnotě rychlejší, tím větší změna musí proběhnout v oblasti monetární politiky. Pokud centrální banka použije veškerá opatření, aby dosahovala stanoveného cíle a nevybočila z pásma, jedná se o cílování striktní. V tomto případě nebere ohledy na vývoj ostatních makroekonomických veličin. Opakem je cílování flexibilní. V tomto případě může centrální banka krátkodobě polevit na svých inflačních cílech ve prospěch stabilizace jiných makroekonomických veličin. Většina zastánců cílování inflace dává přednost cílení flexibilnímu (Kvasnička, 2000, s. 649-650).

Po přechodu k režimu cílování inflace byl nejprve stanoven cíl v podobě tzv. čisté inflace. Jedná se o podmnožinu spotřebitelské inflace. Jde o inflaci očištěnou o vlivy, které centrální banka nemohla ovlivnit, především regulované ceny a dopady změn nepřímých daní. Čistá inflace se týkala více než 80 % spotřebního koše. Důvodem pro stanovení cíle v podobě čisté inflace byla nejistota z rozsahu cenových regulací. Po nabytých zkušenostech s novým měnovým režimem došlo i ke snížení nejistot ohledně regulací cen, proto centrální banka opustila cíl v podobě čisté inflace a přešla k cílení celkové inflace. Cílem byla i snaha zvýšit transparentnost a srozumitelnost cílů. ČNB tak učinila v dubnu 2001 (ČNB, ©2008, s. 2).

Nyní bude věnována pozornost hodnocení úspěšnosti inflačního cílení. Proto je nutné ukázat zamýšlené cíle a jejich plnění. Na počátku nového režimu byl stanoven cíl inflace v rozmezí 5,5 % - 6,5 % pro čistou inflaci. Poté docházelo k uvolnění cílů. Navíc od roku 2001 začala být cílena inflace celková. Do roku 2005 se cíl stanovoval jako interval, od roku 2006 je poprvé stanoven inflační cíl s oscilačním pásmem, konkrétně 3 % +/- 1 %. V roce 2010 vyhlásila centrální banka inflační cíl v podobě 2 % +/- 1 %. Tento cíl se Česká národní banka zavázala plnit, dokud Česká republika nepřijme euro. Zpočátku se centrální bance příliš nedařilo dosahovat svých inflačních cílů, od roku 2004 je cílů v podstatě dosahováno (ČNB, ©2003-2016a).

Následující tabulka poskytuje přehled cílů a jejich plnění. Míra inflace je vyjádřena přírůstkem průměrného ročního indexu spotřebitelských cen. Jedná se o procentní změnu cenové hladiny za posledních 12 měsíců oproti průměru 12 předcházejících měsíců (ČSÚ, ©2016a).

Do roku 2000 byla cílena inflace čistá, od roku 2001 je již cílena inflace celková.

Tab. 1 Inflační cíle a jejich plnění

Rok	Cíl inflace	Čistá/Celková inflace
1998	5,5 % - 6,5 %	1,7 %
1999	4 % - 5 %	1,5 %
2000	3,5 % - 5,5 %	3,9 %
2001	2 % - 4 %	4,7 %
2002	3 % - 5 %	1,8 %
2003		0,1 %
2004		2,8 %
2005	2 % - 4 %	1,9 %
2006	3 % +/- 1 %	2,5 %
2007		2,8 %
2008		6,3 %
2009		1,0 %
2010	2 % +/- 1 %	1,5 %
2011		1,9 %
2012		3,3 %
2013		1,4 %
2014		0,4 %
2015		0,3 %

Zdroj: ČNB, ©2003-2016a; Český statistický úřad, ©2016a.

Za upozornění zde stojí hodnota míry inflace v roce 2013, tedy v roce, kdy Česká národní banka zahájila devizové intervence. Míra inflace v tomto roce činí 1,4 %. ČNB zde tedy dosahovala inflačního cíle.

3.3 Nástroje ČNB a jejich vývoj

Centrální banka může při svém konání využívat nástrojů přímých a nepřímých. Mezi přímé nástroje patří různé nařízení centrální banky. Přímé nástroje jsou využívány v méně rozvinutých bankovních sektorech. Česká národní banka využívá nástroje nepřímé, především operace na volném trhu a automatické facility (Jílek, 2013, s. 23).

3.3.1 Operace na volném trhu

Hlavním cílem tohoto nástroje je usměrňování vývoje úrokových sazeb v ekonomice. Operace na volném trhu mají podobu repo operací, kdy Česká národní banka stahuje od bank přebytečnou likviditu, ty zase na oplátku dostávají cenné papíry. Po uplynutí splatnosti probíhá reverzní operace. ČNB, jako dlužník, předá věřitelské bance uloženou likviditu zvýšenou o úrok, věřitelská banka naopak předá centrální bance cenné papíry. Délka této operace je stanovena na 14 dní. Proto bývá označována jako 2T repo sazba (ČNB, ©2003-2016c).

Dvoutýdenní repo sazba je maximální sazba, za kterou centrální banka přebytečnou likviditu přijme. Věřitelské banky předkládají nabídky podle americké aukční procedury. Nabízejí množství likvidity a úrokovou míru, za kterou chtějí, aby se jim vklad zúročil. Centrální banka pak přijme přednostně nabídku s nejnižší úrokovou mírou, a to do výše predikovaného přebytku pro daný den. Minimální objem peněžních prostředků, který je ČNB schopna přijmout, je 300 mil. Kč, dále pak celé násobky 100 mil. Kč (ČNB, ©2003-2016c).

3.3.2 Automatické facility

Zatímco v případě 2T repo sazby obchodní banky ukládají likviditu u ČNB na 14 dní, automatické facility poskytují možnost ukládat nebo poskytovat likviditu přes noc. Jsou realizovány prostřednictvím dvou sazeb. A jelikož jde o trvalý způsob uložení nebo zapůjčení peněz, vytváří tyto úrokové sazby pásmo, ve kterém se pohybují krátkodobé sazby na peněžním trhu (ČNB, ©2003-2016c).

První ze sazeb je depozitní facilitita. Ta umožňuje bankám uložit přes noc u ČNB přebytečnou likviditu. Minimální objem peněžních prostředků určených k úročení je 10 mil. Kč, vyšší částky jsou akceptovány bez omezení. Vklady jsou úročeny diskontní sazbou a tato sazba představuje dolní hranici pro vývoj krátkodobých úrokových měr na trhu peněz (ČNB, ©2003-2016c).

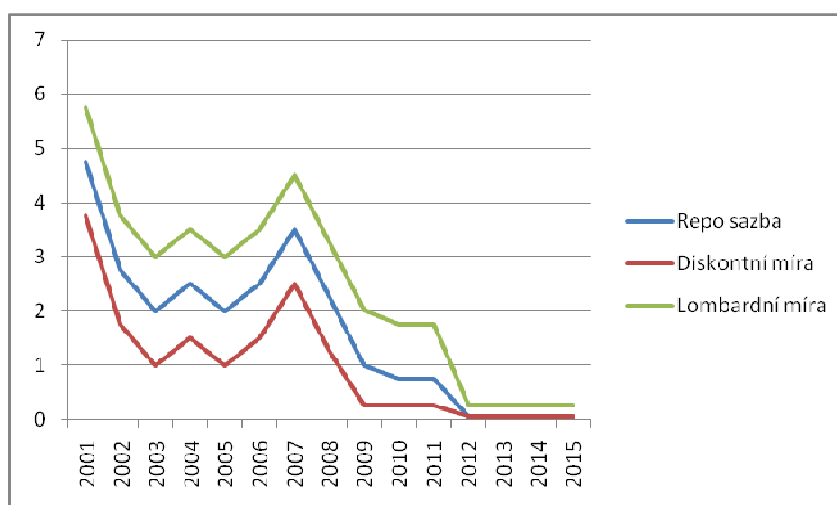
Druhou z úrokových měr je marginální zápůjční facilitita. Ta dává bankám možnost si od ČNB přes noc vypůjčit likviditu formou repo operace. Minimální výše vypůjčených prostředků je opět stanovena 10 mil. Kč, vyšší částky jsou poskytovány bez omezení. Prostředky jsou úročeny lombardní sazbou. Vzhledem k trvale vysokému množství likvidity v ekonomice není lombardní sazba příliš využívána (ČNB, ©2003-2016c).

3.3.3 Vývoj úrokových měr

Diskontní a lombardní míra jsou Českou národní bankou vyhlášovány od roku 1993, 2T repo sazba začala být vyhlášována až od roku 1995. Od února 2001 do prosince roku 2009 byla diskontní míra stanovována ve výši repo sazby snížené o jeden procentní bod. Naopak lombardní sazba byla od února roku 2001 do června roku 2009 stanovována ve výši repo sazby zvýšené o jeden procentní bod (Jílek, 2013, s. 61-64).

Od samotného počátku, co jsou sazby vyhlášovány, byly snižovány. Docházelo tedy k uvolňování měnových podmínek. Výjimkou je období okolo roku 2007, když v novodobé historii dosáhly svého maxima. Poté již opět klesaly ve snaze podpořit expanzivní politikou pro překonání ekonomické krize. Zde je nutné podotknout, že při snižování úrokových sazeb dochází k růstu měnové báze. Od 22. listopadu 2012 se nachází ve stavu tzv. technické nuly, jsou tedy prakticky nulové. 2T repo sazba a diskontní sazba jsou ve výši 0,05%, lombardní sazba je na úrovni 0,25 % (Jílek, 2013, s. 61-64).

Následující graf ukazuje vývoj úrokových měr vyhlášovaných Českou národní bankou od roku 2001.



Obr. 1 Vývoj úrokových měr ČNB
Zdroj: ČNB, ©2003-2016c.

3.4 Past likvidity a cesta ven

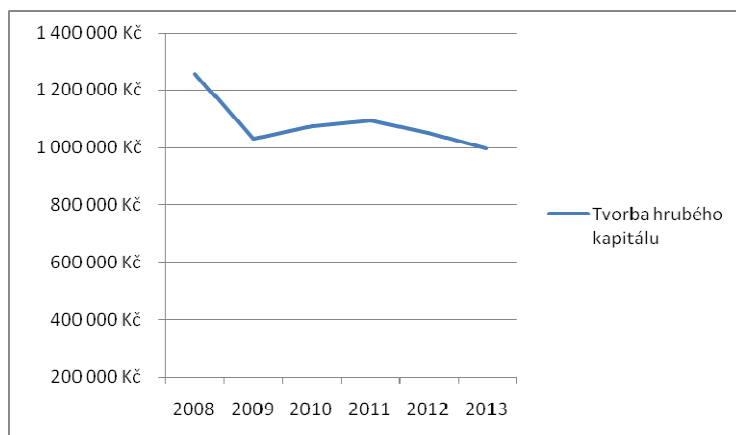
Pokud v dané ekonomice dochází k neustálému uvolňování měnových podmínek, tak jako tomu bylo v případě České národní banky v posledních letech, může se daná ekonomika dostat do specifické situace. Ta se vyznačuje velmi nízkými úrokovými sazbami a přebytkem likvidity v ekonomice. Tato situace se nazývá past likvidity. Proto jí nyní bude věnována pozornost (Jurečka, 2013, s. 183).

Centrální banka dokáže svojí činností ovlivňovat peněžní nabídku v dané ekonomice a tím i úrokové míry. Úrokové míry ale nereagují na změnu peněžní nabídky vždy stejně. V ekonomice může nastat situace, kdy sice dojde ke zvýšení peněžní nabídky, ale úroková míra se nijak nezmění, stává se necitlivou. Tato situace se nazývá past likvidity (Jurečka, 2013, s. 183).

Pokud je úroková míra blízká nule, potom se stávají náklady na držbu peněz nízké. Jinými slovy lze říci, že ekonomické subjekty, jako domácnosti a firmy, budou raději peníze držet a čekat na efektivnější využití. Pokud jsou úrokové míry blízké nule, prakticky nemohou již dále klesat, mohou naopak vzrůst. Taková očekávání mají subjekty. Své vklady a nákupy dluhopisů odkládají až do chvíle, kdy úroková míra poroste. Zvyšování peněžní nabídky tedy nepovede k poklesu úrokové míry, ale pouze porostou peněžní zůstatky subjektů (Jurečka, 2013, s. 183).

Se svým pojetím pasti likvidity přichází i švédský ekonom Lars Svensson (2001, s. 295). Ten uvažuje malou otevřenou ekonomiku. Krátkodobé úrokové míry jsou nulové. Domácí inflace je očekávána záporná, tedy deflace, proto jsou reálné úrokové míry kladné. Ekonomika prochází recesí a současná mezera výstupu je záporná. Očekává se, že současná deflace bude pokračovat. V dané zemi je předpokládáno inflační cílování s malou kladnou hodnotou inflace jako cíle. Aby se daná ekonomika dostala na potenciální produkt, je nutné uvolnit měnovou politiku a snížit reálné úrokové sazby. Zde je centrální banka omezena tím, že její úrokové míry jsou prakticky nulové.

Nabízí se zde otázka, zda se česká ekonomika nacházela v pasti likvidity. Výše úrokových sazeb byla skutečně v období před intervencemi velmi nízká, jak ukazuje Obr. 1. Při uvolňování měnové politiky nedocházelo ke zvýšení spotřeby domácností ani investic firem, jak ukazuje následující graf.



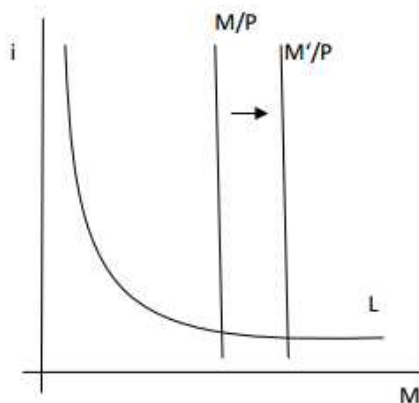
Obr. 2 Vývoj investic jako výdaje na HDP v mil. Kč.
Zdroj: ČNB, ©2003-2016d.

Zajisté zde tedy platil spekulativní motiv držby peněz. Ekonomika se navíc nacházela v recesi a Česká národní banka se obávala se deflace (jak popisuje kapitola 3.7). Reálná situace poměrně odpovídala teoretické koncepci pasti likvidity, především v podání Larse Svenssona. Mnozí ekonomové, jako například Tomšík (©2015) či Wroblowský (2009, s. 5), se shodli, že česká ekonomika se v pasti likvidity skutečně nacházela.

Pokud se ekonomika nachází v pasti likvidity, nastává specifická situace na peněžním trhu. V případě pasti likvidity vykazuje poptávka po penězích nekonečně velkou citlivost na změnu úrokové míry a přechází ve vodorovnou křivku. (Wroblowský, 2009, s. 2).

Monetární politika se v pasti likvidity stává neúčinnou. Pokud se centrální banka rozhodne pro expanzi a zvýší nabídku peněz, nedojde k poklesu úrokové míry kvůli horizontálnímu tvaru poptávky po penězích. Při zvyšování nabídky peněz lidé drží tolik, kolik přesně chtějí. Nekupují cenné papíry, odkládají úvěry. Spotřeba a investice se nemění, proto se nemění ani agregátní poptávka (Cahlík, Hlaváček, Seidler, 2010, s. 57).

Situace na peněžním trhu je znázorněna graficky níže.



Obr. 3 Měnová expanze v pasti likvidity.
Zdroj: Wroblowský, 2009.

Jelikož je tedy měnová politika v takovéto situaci neúčinná, mohla by být využita politika fiskální, konkrétně růst vládních výdajů. Tohoto opatření využila například japonská vláda v devadesátých letech, jenže k růstu HDP a cenové hladiny zvýšení vládních výdajů přispělo omezeně. Problémem zde byl přílišný pesimismus a spori-
vost Japonců. To vedlo k nízké hodnotě výdajového multiplikátoru. Navíc tato cesta může být problematická pro zadlužené vlády. Fiskální expanze by znamenala v důsledku ještě větší zadlužení (Wroblowský, 2009, s. 5-6).

S možností, jak uniknout z pasti likvidity přichází i Svensson (2001, s. 295). Ten přináší tzv. zaručenou cestu (a foolproof way), která pomůže dané ekonomice překonat past likvidity. Klíč vidí ve snížení reálných sazeb. Toho se dá dosáhnout díky ovlivnění ze strany inflačních očekávání. K jejich ovlivnění nabízí Svensson několik řešení.

První možností centrální banky je stanovení inflačního cíle a provádění transparentní monetární politiky. To by mělo být zárukou, že inflační očekávání příliš neklesnou a nevyvolají obavy z deflace. Další možností je zavedení cílení cenové hladiny. Důsledkem toho by měla být stabilizace dlouhodobých inflačních očekávání, a to i v případě, kdy je očekávána deflace. Poslední možnost je ve využití měnového kurzu jako nástroje měnové politiky. Tento návrh by měl být využit malou otevřenou ekonomikou, pro niž představuje již zmíněnou spolehlivou cestu z pasti likvidity (Svensson, 2001, s. 295-296).

Lze se tedy domnívat, že Česká národní banka sleduje právě tuto cestu, jelikož i stav české ekonomiky před vyhlášením kurzového závazku téměř odpovídal Svenssonově pojetí pasti likvidity.

Návrh, který využívá měnový kurz, se sestává ze tří kroků. Prvním krokem je oznámit cíl v podobě cenové hladiny. Za druhé oznámit, že domácí měna bude znehodnocena a pro měnový kurz bude vyhlášen cíl. Součástí toho by mělo být i oznámení, že až bude dosaženo cíle v podobě cenové hladiny, režim bude opuštěn a dojde k návratu k volnému měnovému kurzu. Pak by až teprve mělo dojít ke zmíněným krokům v praxi (Svensson, 2001, s. 295-296).

3.5 Měnový kurz

Pokud mají být v následující kapitole probírány devizové intervence, je v první řadě nutné věnovat se měnovému kurzu, na který intervence působí. Měnovým kurzem se rozumí poměr, v jakém jsou směňovány dvě různé měny. Jedná se o cenu jedné měny vyjádřené v měně jiné. Jinými slovy měnový kurz určuje, kolik jednotek domácí měny je nutné zaplatit za jednu jednotku měny zahraniční. Takovýto kurz se označuje jako nominální (Jílek, 2013, s. 333).

Měnový kurz je určován střetáváním nabídky a poptávky na devizovém trhu. Ovlivňuje jej několik faktorů. V dlouhém období je to především platební bilance, v krátkém období jsou to zejména spekulace a jejich vlivem bývá velmi volatilní, neboli proměnlivý (Jílek, 2013, s. 333).

Nabídka a poptávka deviz je tedy odvozena z platební bilance. Nabídku zahraniční měny tvoří zejména export zboží a služeb, import důchodů, transferů a příliv krátkodobého a dlouhodobého kapitálu. Na druhé straně poptávka je tvořena importem zboží a služeb, exportem důchodů, transferů a odlivem krátkodobého a dlouhodobého kapitálu (Revenda, 2011, s. 248).

Pohyb zahraničních měn, a tedy i měnový kurz, ovlivňuje i výše domácích a zahraničních úrokových sazeb. Pokud jsou domácí úrokové sazby vyšší než v zahraničí, stává se domácí ekonomika pro investory atraktivnější. Lze tedy očekávat příliv kapitálu a poptávku po domácí měně, což vede k jejímu zhodnocení. Pokud jsou nominální úrokové sazby v domácí ekonomice nižší, celá situace se obrátí, což vede ke znehodnocení domácí měny (Revenda, 2011, s. 248).

Dalším faktorem ovlivňujícím měnový kurz je míra inflace. Pokud je míra inflace v domácí ekonomice vyšší než v zahraničí, tak celá situace vede k tlakům na znehodnocení domácí měny. Pokud je domácí míra inflace nižší než v zahraničí, má vzniklá situace revalvační účinek (Revenda, 2011, s. 248).

3.6 Devizové intervence

Devizové intervence jsou v současnosti nejpoužívanějším měnověpolitickým nástrojem České národní banky. Jedná se o nákup nebo prodej cizí měny za českou korunu. Slouží buď k tlumení volatility měnového kurzu, nebo ke zpřísnění či uvolnění měnové politiky. V případě režimu inflačního cílení nejsou intervence běžně využívaným nástrojem. Nicméně poté, co Česká národní banka snížila své úrokové míry až na stav tzv. technické nuly a česká ekonomika se s největší pravděpodobností ocitla v pasti likvidity, vyhlásila ČNB kurzový závazek. Učinila tak v listopadu 2013 a začala intervenovat v neprospěch domácí měny tak, aby kurz koruny nezhodnotil pod hranici 27 Kč/eur (ČNB, ©2003-2016c).

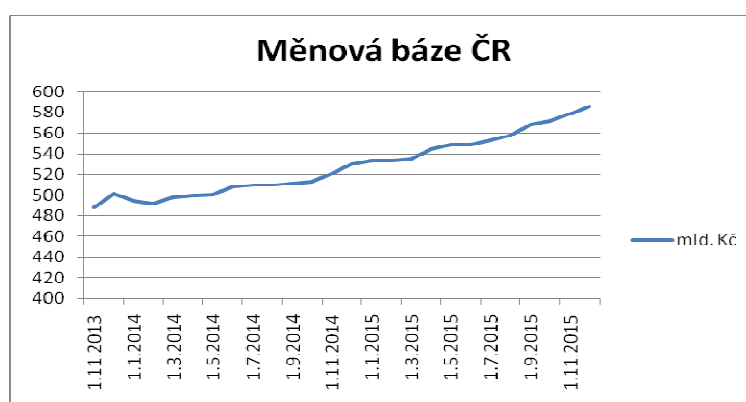
V takovém případě centrální banka na devizovém trhu nakupuje eura a prodává koruny. Tím roste poptávka po zahraniční měně, naopak je zvyšována nabídka domácí měny a je vytvářen tlak na znehodnocení koruny (Revenda, 2011, s. 303).

Pokud by centrální banka naopak chtěla zhodnotit domácí měnu, na devizovém trhu by nakupovala koruny a prodávala eura. Tím by rostla nabídka zahranič-

ní měny a byl by vytvářen tlak na zhodnocení české koruny (Revenda, 2011, s. 303).

Domácí měnu takto může oslabit na jakoukoliv úroveň. Jako jediná ji totiž smí vydávat, tudíž ji může prodávat v jakémkoliv množství. Naopak, pokud chce zhodnotit domácí měnu, nakupuje koruny a prodává zahraniční měnu. Domácí měnu může zhodnotit jen do určité úrovně, vzhledem k omezeným rezervám cizí měny (Jílek, 2013, s. 391).

S intervencemi souvisí i vývoj měnové báze. Pokud je domácí měna zhodnocována, měnová báze klesá. Pokud je naopak domácí měna znehodnocena, dochází k růstu měnové báze. Intervence ČNB měly za následek růst měnové báze, jak ukazuje následující graf. Báze je zde tvořena oběživem a rezervami bank v miliardách korun (ČNB, ©2003-2016e).



Obr. 4 Měnová báze v ČR od listopadu 2013.
Zdroj: ČNB, ©2003-2016e.

3.7 Motivy intervencí ČNB

Českou ekonomiku zasáhla v roce 2009 globální ekonomická krize, čímž se dostala do recese. S tím byl spojen pokles HDP, růst nezaměstnanosti, pokles spotřeby domácností a řada dalších negativních vlivů. ČNB na tuto situaci reagovala uvolněním měnové politiky a postupně snižovala úrokové míry, až v roce 2012 dosáhly technické nuly. V letech 2010 a 2011 přece jenom došlo k růstu HDP a zdálo se, že česká ekonomika je z nejhorsího venku. Jenže v letech 2012 a 2013 spadla česká ekonomika opět do recese a pokles HDP pokračoval. Jedním z důvodů vyhlášení kurzového závazku byla snaha o oživení české ekonomiky (ČNB, ©2003-2016f).

Následující tabulka demonstruje shrnutí vývoje HDP. Jedná se o HDP České republiky od roku 2008 do roku 2013 měřené výdajovou metodou v milionech korun.

Tab. 2 Vývoj HDP ČR 2008-2013

2008	2009	2010	2011	2012	2013
4061601	3864947	3953651	4031404	3995109	3974008

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016b.

S recesí byl spojen i útlum na trhu práce. Obě tyto skutečnosti měli na ekonomiku protiinflační dopady. Navíc klesaly ceny surovin a energií, což mělo za následek další dezinflaci. ČNB dokonce začátkem roku 2014 očekávala pokles míry inflace k hodnotám blízcím se nule. A po očištění o vliv spotřebních daní na cigarety dokonce hrozila deflace. Navíc ceny mnoha položek spotřebního koše již delší dobu klesaly. Deflační obavy se staly druhým důvodem vyhlášení kurzového závazku a zahájení intervencí v neprospěch koruny (ČNB, ©2003-2016f).

A jak bylo uvedeno v kapitole týkající se pasti likvidity, dá se předpokládat, že se ČNB inspirovala Svenssonovou teorií a využila devizové intervence jako nástroj pro cestu z pasti likvidity.

3.8 Kurzový kanál

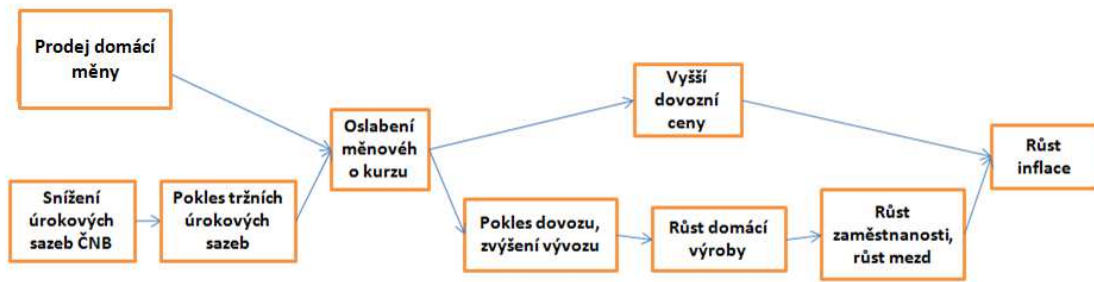
Kurzový kanál představuje transmisní mechanismus měnové politiky a částečně je popsán v kapitole 3.1 o měnové politice. Transmisní mechanismy působí prostřednictvím několika cest, tzv. kanálů. Jílek (2013, s. 125) rozlišuje čtyři kanály měnové politiky:

- Úvěrový kanál
- Kanál bohatství
- Úrokový kanál
- Kurzový kanál

Nyní již bude rozebrán samotný princip kurzového kanálu.

Centrální banka může využít intervencí (princip popsán v kapitole 3.6) například k posílení měnového kurzu. Silnější kurz pak vede ke zlevnění importovaného spotřebního zboží a meziproductů. To se projeví menším růstem domácích cen. Následkem silnějšího kurzu koruny je pokles domácí i zahraniční poptávky po domácím zboží a naopak růst poptávky po zahraničním zboží. Klesá tak čistý export. Domácí výrobci jsou méně konkurenceschopní, klesá jejich výroba a v ekonomice roste nezaměstnanost. Růst mezd je zabrzděn a to vyvolává pokles inflace. Kurzový kanál je v České republice, vzhledem k její otevřenosti, důležitým kanálem (RVP, ©2016).

ČNB může využít intervencí i ke znehodnocení domácí měny, jak ukazuje Obr. 5. Oslabená měna pak zvyšuje zahraniční poptávku po domácím zboží a službách. Pro zahraniční subjekty jsou totiž domácí výrobky levnější a zvyšuje se tím domácí export. Naopak se pro domácí subjekty stávají zahraniční výrobky dražší a roste jejich dovozní cena. Důsledkem toho se snižuje import. Čistý export tedy roste. Domácí producenti jsou více konkurenceschopní, zvyšuje se jejich produkce. Následkem toho roste zaměstnanost, mzdy a v neposlední řadě i HDP. Inflace v dané ekonomice roste (Jílek, 2013, s. 131-132).



Obr. 5 Působení kurzového kanálu s cílem oslabit domácí měnu.

Zdroj: RVP, ©2016.

4 Dopady intervencí

4.1 Dopad na měnový kurz

Intervence ČNB započaly v listopadu 2013 a do konce roku 2015 ČNB intervenovala na devizovém trhu v neprospěch koruny celkem šestkrát. Vůbec největší intervencí byla hned první, kdy ČNB zvýšila devizové rezervy o téměř 7,5 mld. Eur. Dlouho poté vývoj kurzu koruny vůči euru nevyžadoval žádné další zásahy až do července 2015, kdy banka opět intervenovala s cílem oslabit korunu. Kromě října tak činila každý měsíc až do konce roku 2015. Přitom největší intervence v tomto dílčím období proběhla v srpnu, kdy ČNB zvýšila devizové rezervy o téměř 3,7 mld. Eur. Následující tabulka shrnuje vývoj intervencí České národní banky na devizovém trhu (ČNB, ©2003-2016h).

Tab. 3 Devizové obchody ČNB.

Období	Uzavřené spotové operace v mil. eur
Listopad 2013	7499,0
Červenec 2015	1032,5
Srpen 2015	3734,5
Září 2015	2322,0
Listopad 2015	369,0
Prosinec 2015	1540,0

Zdroj: ČNB, ©2003-2016h.

Devizové intervence se okamžitě promítly do měnového kurzu, jak ukazuje následující graf. Před zahájením intervencí byla hodnota měnového kurzu těsně pod hranicí 26 Kč/eur. Po prvotních intervencích po listopadu 2013 koruna oslabila nad požadovanou hranici 27 Kč/eur a následně samovolně dokonce oslabovala. Avšak v létě 2015 začala koruna posilovat a blížit se k hranici kurzového závazku. Na tento vývoj reagovala ČNB dalšími intervencemi. Korunu se však od této doby nedaří výrazněji oslabit a kurz se tak drží těsně nad hranicí 27 Kč/eur (ČNB, ©2003-2016ch).

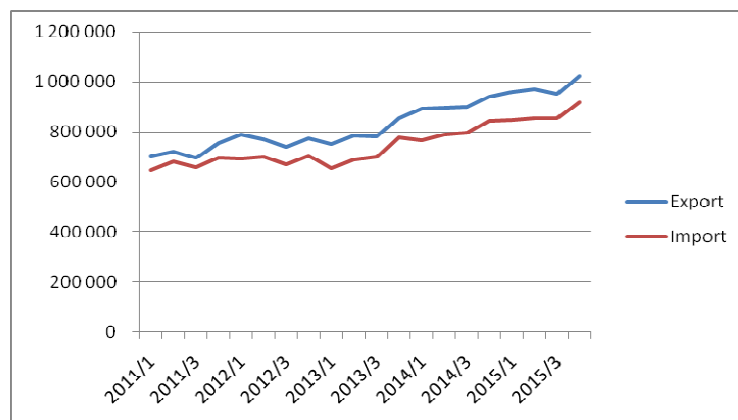


Obr. 6 Vývoj kurzu koruny vůči euru.
Zdroj: ČNB, ©2003-2016ch.

4.2 Dopady na zahraniční obchod

Jak uvádí Jílek (2013, s. 132), měnový kurz, jakožto významný determinant zahraničního obchodu a celého kurzového kanálu, je pro českou, velmi otevřenou ekonomiku poměrně důležitým prvkem.

Na řadě je tedy ukázat, jak se export a import vyvíjely po devizových intervencích z listopadu 2013. V celé této kapitole jsou využita data ČSÚ (©2016d) a vyjadřují přeshraniční pojetí zahraničního obchodu. To vyjadřuje fyzický přechod zboží přes hranice ČR.

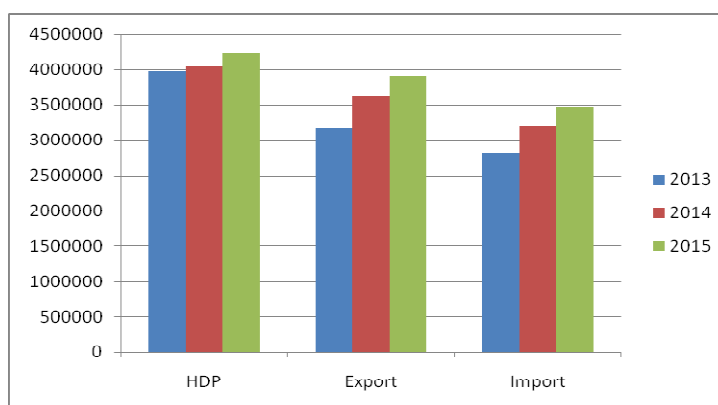


Obr. 7 Vývoj exportu a importu v ČR v mil. Kč.
Zdroj: Český statistický úřad, ©2016d.

Export i import v době recese nerostly, spíše stagnovali. Zatímco import začíná vykazovat růstový trend již na začátku roku 2013, export výrazněji zvyšuje tempo růstu až po provedených intervencích. Dle kurzového kanálu by mělo po znehodnocení koruny docházet k omezení importu, to se však nestalo. Na druhou stranu export, jak vykládá teorie, rostl. Navíc export rostl po provedených intervencích rychleji než import, dá se tedy očekávat zvýšení obchodní bilance. Avšak tento růst nelze přikládat jen provedeným intervencím, ale patrně je to také díky oživení

okolních ekonomik a růstu poptávky v eurozóně, který zapříčinil především růst exportu.

Další graf shrnuje meziroční vývoj HDP, exportu a importu. Z něj je patrná větší dynamika růstu exportu a importu než HDP. Z toho vyplývá, že podíl těchto složek na HDP vzrostl. Podíl exportu vzrostl v letech 2013-2015 z 80 % na 92 %, podíl importu se za stejné období zvýšil ze 71 % na 82 %. V důsledku toho se česká ekonomika stala ještě otevřenější. Zvýšil se pro ni význam mezinárodního obchodu a závislost na okolních ekonomikách, především na německé, jakožto nejvýznamnějším obchodním partnerovi. Vyšší export naznačuje i vyšší konkurenceschopnost domácích producentů.



Obr. 8 Vývoj HDP, exportu a importu v mil. Kč.
Zdroj: Český statistický úřad, ©2016b, d.

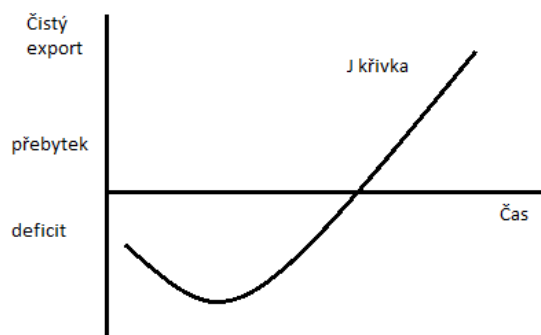
Než budou rozebrány dopady na obchodní bilanci, je nutné pojednat o tzv. Marshall-Lernerově podmínce a o konceptu tzv. J křivky.

Marshall-Lernerova podmínka se zabývá devalvací měny a jejím vlivem na saldo výkonové bilance. Podle této podmínky dochází po devalvací měny ke zlepšení salda výkonové bilance, pokud součet poptávkových elasticit, týkajících se zahraničního obchodu, je v absolutní hodnotě větší než jedna. Těmito elasticitami se rozumí elasticita poptávky domácích subjektů po dovozu a elasticita poptávky zahraničních subjektů po vývozu. Pokud je tedy v daných ekonomikách reakce na znehodnocení měny dostatečně pružná, dochází ke zlepšení salda výkonové bilance (Mandel, Tomšík, 2008, s. 47-50).

Na tuto podmínku navazuje teorie tzv. J křivky. Zde je zdůrazněn fakt, že krátkodobé křivky poptávky a nabídky jsou méně pružné než dlouhodobé. Po znehodnocení měny zpravidla nedochází ihned k růstu vývozu. Zahraniční subjekty potřebují čas na rozmyšlenou, růstu brání i různé kontrakty mezi dodavateli ujednané na delší dobu. Jelikož klesají vývozní ceny a export stagnuje, dochází k poklesu devizových příjmů (Mandel, Tomšík, 2008, s. 52).

Stejná situace je i u importu. Domácí subjekty a firmy rovněž potřebují určitý čas, než se rozhodnou nahradit zahraniční produkci domácí. Domácí firmy mají rovněž ujednané dodávky na určitou dobu. Proto se import krátkodobě nemění (Mandel, Tomšík, 2008, s. 52).

Z výše popsaného tedy vyplývá, že saldo výkonové bilance ihned po znehodnocení domácí měny klesá, jelikož devizové příjmy klesají. Tato situace nastává v důsledku nesplnění Marshall-Lernerovy podmínky, protože krátkodobé poptávky jsou nepružné. Ke změně dochází po určitém časovém úseku, kdy jsou již poptávky pružnější, a podmínka splněna je. Saldo výkonové bilance roste. Celou situaci znázorňuje následující schéma (Mandel, Tomšík, 2008, s. 52).

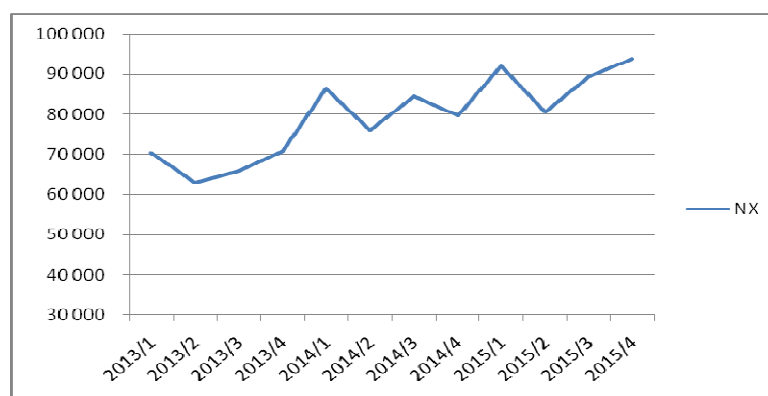


Obr. 9 J křivka.

Zdroj: Mandel, Tomšík, 2008.

Zda tedy tato teoretická koncepce byla naplněna i v případě znehodnocení koruny Českou národní bankou bude rozebráno níže.

Jako první je ukázán vývoj čistého exportu zahraničního obchodu s Německem, jako nejvýznamnějším obchodním partnerem České republiky. Jsou využita čtvrtletní data.



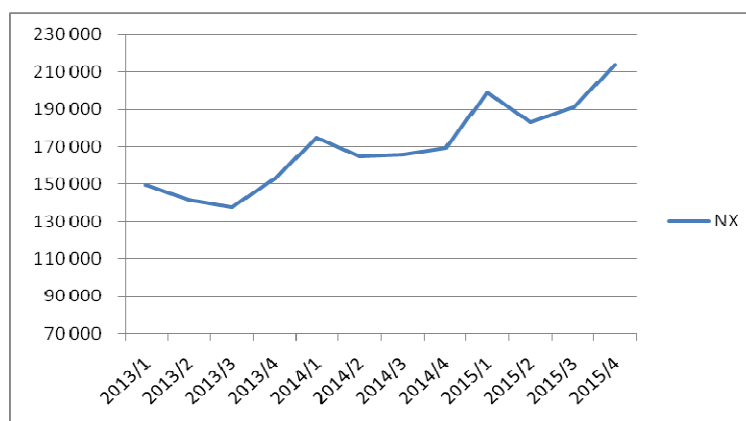
Obr. 10 Obchodní bilance ČR s Německem v mil Kč.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016d.

Jak je patrné, čistý export nejprve klesal, poté docházelo k růstu. Vývoj tedy tvarem splňuje koncept J křivky. Avšak k poklesu NX docházelo od počátku roku 2013. Po devizových intervencích k poklesu nedošlo. Naopak, čistý export již rostl. To se dá vysvětlit vyšší elasticitou poptávkových křivek, popřípadě i rostoucí poptávkou

v eurozóně. Marshall-Lernerova podmínka tedy byla nejspíše splněna ihned po intervencích. Je tedy nutné zdůraznit, že devizové intervence podpořily růst čistého exportu.

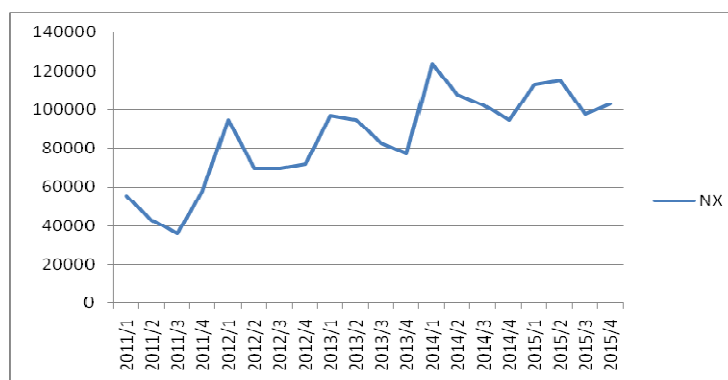
Druhý graf se týká vývoje čistého exportu vůči celé eurozóně. I zde tvar vývoje křivky grafu připomíná J křivku. Avšak stejně jako v předchozím případě, i zde křivka klesá ještě před zahájením intervencí, po nich již čistý export roste. Situace se dá vysvětlit stejně, jako v předchozím případě. Data jsou rovněž čtvrtletní.



Obr. 11 Obchodní bilance ČR s eurovou v mil. Kč.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016d.

Na závěr je vhodné ukázat vývoj čistého exportu pro celkový zahraniční obchod. Graf ilustruje vývoj bilance od roku 2011. Jak je patrné, mezi léty 2011 a 2012 došlo ke zvýšení čistého exportu, poté stagnoval. Skokové zvýšení se projevilo po devizových intervencích, avšak k dalšímu výraznému růstu nedošlo. Efekt devizových intervencí tedy nebyl pro celkový zahraniční obchod tak silný, jako v případě Německa či eurozóny. Nicméně pozitivní efekt přinesly.



Obr. 12 Obchodní bilance ČR v mil. Kč.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016d.

Z dat ČSÚ (©2016b, d) pak vyplývá podíl čistého exportu na HDP. Zatímco v roce 2013 činil podíl na HDP 8,8 %, o rok později to bylo již 10,6 %. Jak bylo zmí-

něno výše, růst zásadně nepokračoval, v roce 2015 tak činil podíl na HDP 10,15 %. Čistý export tak zvýšil svůj podíl na tvorbě HDP. Česká ekonomika se stala otevřenější a konkurenceschopnější.

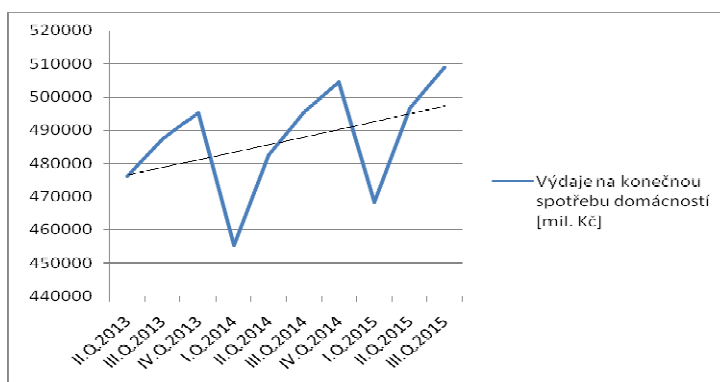
4.3 Dopad na spotřebu a investice

V případě dopadů intervencí na výdaje na spotřebu hrálo velkou roli patrně samotné prohlášení ČNB o tom, že bude vyhlášen kurzový závazek a kurz koruny znehodnocen. Cílem zde bylo povzbudit spotřební chování domácností a snížit jejich peněžní přebytky.

Následující graf, zkonstruovaný na základě dat ČNB (©2003-2016d) zobrazuje výdaje na konečnou spotřebu domácností v milionech korun. Ukazuje se, že výdaje domácností se po zahájení devizových intervencí začaly okamžitě zvyšovat a až do konce roku 2015 vykazují růstový trend. Spotřebitelé tak patrně činili v důsledku očekávaného zdražení, především dováženého zboží.

Tomšík (©2015) poukazuje i na klesající ceny ropy a potravin. To má za následek růst reálných výnosů a mezd, což působí jako pozitivní stimul pro růst agregátní poptávky a výdajů domácností.

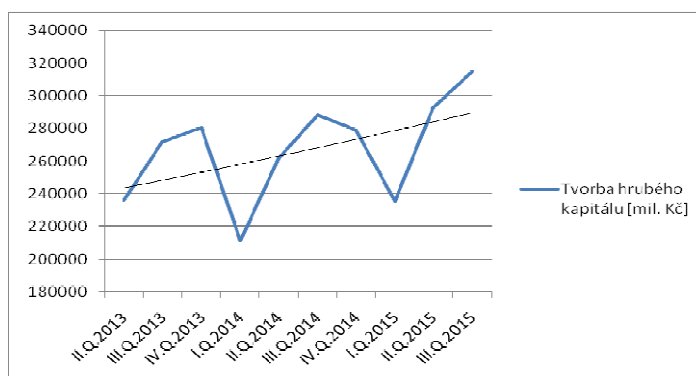
Využitím intervencí v kombinaci s klesajícími cenami ropy a potravin se podařilo podpořit domácí poptávku. Výdaje na konečnou spotřebu byly zvyšovány od třetího čtvrtletí roku 2013 do třetího čtvrtletí roku 2015 čtvrtletně v průměru o 0,53 %, jak ukazuje trend v grafu.



Obr. 13 Výdaje na konečnou spotřebu domácností v mil. Kč.
Zdroj: ČNB, ©2003-2016d.

Druhý graf, sestrojený rovněž na základě dat ČNB (©2003-2016d), zobrazuje investiční aktivitu. Přesněji tvorbu hrubého kapitálu. A stejně jako výdaje na konečnou spotřebu domácností, tak i investice vykazují od zahájení intervencí růstový trend. Investice byly zvyšovány od třetího čtvrtletí roku 2013 do třetího čtvrtletí roku 2015 čtvrtletně v průměru o 1,84 %. Relativní dynamika vývoje je tak u investic vyšší, než v případě výdajů domácností na konečnou spotřebu. Avšak zde je nutné podtrhnout i význam fiskální politiky, kde jak uvádí Tomšík (©2015), došlo k její změně z restriktivní na prorůstovou. Následkem toho došlo k oživení vlád-

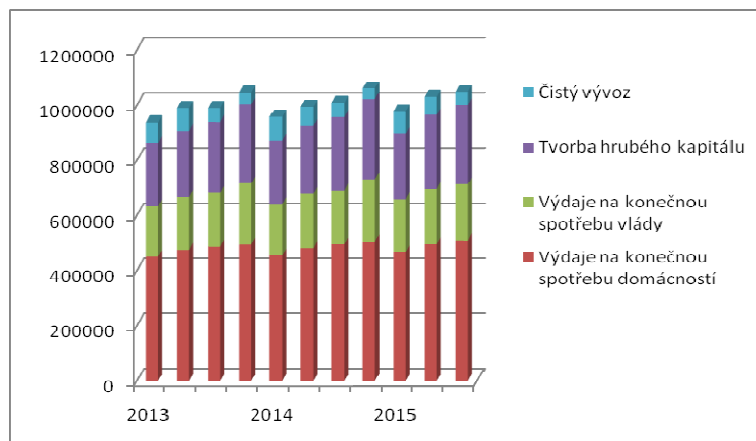
ních investic. Zvyšování investic je přitom důležitým předpokladem růstu. Kromě devizových intervencí tedy měla vliv na vývoj investic i politika fiskální.



Obr. 14 Tvorba hrubého fixního kapitálu v mil. Kč.
Zdroj: ČNB, ©2003-2016d.

4.4 Dopady na HDP

S rostoucí spotřebou, investicemi a povzbuzeným zahraničním obchodem by pak zcela logicky mělo docházet i k růstu hrubého domácího produktu, ke kterému skutečně došlo. Různé složky se na celkovém čtvrtletním HDP podílely různou měrou, jak ukazuje následující graf.



Obr. 15 Podíl jednotlivých složek na HDP ČR
Zdroj: ČNB, ©2003-2016d.

Graf je sestaven na základě dat ČNB (©2003-2016d) a ukazuje, jak velkým dílem přispěly jednotlivé složky HDP k jeho vývoji. Údaje jsou čtvrtletní a jsou ve stálých cenách v milionech korun. U všech složek došlo k růstu. Je patrné, že největší složkou, která přispívala k růstu, jsou výdaje na spotřebu vynakládané domácnostmi. Druhou největší složkou jsou investice (včetně vládních), třetí nepatrně menší, jsou vládní výdaje na spotřebu a nejmenší článek tvoří čistý export. Devizové in-

tervence, dle výše rozebraného, podpořily zejména růst výdajů domácností na spotřebu, čistý export a z části i investiční aktivitu.

Aby byl přehled o vývoji HDP kompletní, je nutné uvést i číselný vývoj za jednotlivá čtvrtletí. Ten přibližuje následující tabulka.

Tab. 4 Čtvrtletní vývoj HDP v ČR

	Období	HDP [mil. Kč]	Meziroční změna	
2013	Q1	926250	-2,66%	-0,90%
	Q2	993649	-1,23%	
	Q3	1010272	0,52%	
	Q4	1043837	1,11%	
2014	Q1	946259	2,16%	1,98%
	Q2	1014979	2,15%	
	Q3	1036903	2,64%	
	Q4	1054479	1,02%	
2015	Q1	984166	4,01%	4,22%
	Q2	1060672	4,50%	
	Q3	1079402	4,09%	
	Q4	1099206	4,24%	

Zdroj: ČNB, ©2003-2016d.

Z tabulky je patrná doznívající recese začátkem roku 2013. Avšak meziroční změna, vyjádřená jako procentní změna daného období ke stejnému období minulého roku, ukazuje nejprve pozvolný růst koncem roku 2013, od roku 2014 je už růst HDP výraznější a za celý rok činí téměř dva procentní body. V roce 2015 je růst HDP ještě výraznější.

Avšak na místě by zde měla být separace jednotlivých vlivů na vývoj HDP a snaha jejich kvantifikace, jelikož devizové intervence České národní banky nebyly jediným hnacím motorem české ekonomiky. Na české hospodářství působila dle Tomšíka (©2015) například i rostoucí poptávka v eurozóně či proměna fiskální politiky z restriktivní na prorůstovou.

A právě se snahou vyčíslit vliv jednotlivých determinantů na růst HDP přichází Holub (©2015). Dynamika růstu HDP se dle tabulky výše změnila o téměř 3 procentní body, z hodnoty poklesu -0,9 % za rok 2013 na hodnotu 1,98 % v roce 2014. Rostoucí poptávka v eurozóně podle něj zapříčinila v roce 2014 zvýšení HDP české ekonomiky v podobě 0,5 procentního bodu. 1,3 procentního bodu je přiřazeno prorůstově orientované fiskální politice. Především je to zásluha rostoucích vládních investic. A nakonec 1,2 procentního bodu zvýšení HDP je přisuzováno uvolnění měnové politiky v podobě vyhlášení kurzového závazku a znehodnocení koruny.

Z výše popsaného vyplývá, že by k růstu HDP v roce 2014 došlo i bez zásahu ČNB, ovšem růst by nebyl tak velký, asi jen kolem 1 %. Otázkou zde zůstává, zda by takto nízký růst přispěl k růstu zaměstnanosti a k růstu nominálních mezd. K separaci vlivu devizových intervencí ještě Holub (©2015) navrhuje porovnání růstu

HDP České republiky se Slovenskem. Slovensko, jako člen eurozóny, má fixní kurz. Následující tabulka přináší onu zmíněnou komparaci.

Tab. 5 Srovnání tempa růstu HDP ČR a SR

	Období	Tempo růstu v SR	Tempo růstu v ČR
2012	Q1	2,40%	-0,70%
	Q2	2,00%	-0,10%
	Q3	1,60%	-1,30%
	Q4	0,20%	-1,20%
		1,5%	-1,00%
2013	Q1	1,00%	-2,66%
	Q2	1,20%	-1,23%
	Q3	1,40%	0,52%
	Q4	2,10%	1,11%
		1,4%	-0,53%
2014	Q1	2,50%	2,16%
	Q2	2,50%	2,15%
	Q3	2,40%	2,64%
	Q4	2,80%	1,02%
		2,5%	1,98%
2015	Q1	2,90%	4,01%
	Q2	3,40%	4,50%
	Q3	3,70%	4,00%

Zdroj: ČNB, ©2003-2016d; Štatistický úrad Slovenskej republiky, ©2016.

V letech 2012-2013 česká ekonomika, co se zvyšování HDP týká, poměrně zaostávala za tempem růstu HDP Slovenska. V roce 2012 činil rozdíl téměř 2,5 procentních bodů, o rok později to byly skoro 2 procentní body. Česká republika se nacházela v recesi, zatímco Slovenská republika dosahovala kladných hodnot růstu HDP. Podle Tomšíka (©2015) to bylo díky strukturálním reformám provedeným před vstupem do eurozóny. Situace se začala měnit v roce 2014, kdy Česká republika dotahovala slovenské tempo zvyšování HDP a v roce 2015 jej dokonce předstihla. A jak bylo již zmíněno, Slovensko je v této situaci považováno za zemi s fixním kurzem. Tomšík (©2015) tedy zdůrazňuje, že jediným faktorem, který přispěl ke zvyšování HDP, je kromě prorůstové fiskální politiky (na Slovensku byl podíl veřejných výdajů na HDP v letech 2013 a 2014 o jeden procentní bod nižší než v ČR) kurzový závazek vyhlášený Českou národní bankou.

4.5 Dopady na zaměstnanost

Dle kurzového kanálu (kapitola 4.2) pak také po znehodnocení domácí měny roste domácí výroba a v jejím důsledku klesá nezaměstnanost a roste zaměstnanost. Tabulka níže přibližuje vývoj těchto dvou veličin. Jedná se o údaje pro obyvatelstvo ve věku 15-64 let. Je využita obecná míra nezaměstnanosti. Ta vychází z metodiky ČSÚ (©2016e) na základě VŠPS. Výběrové šetření pracovních sil zkoumá počet nezaměstnaných, kteří splňují tři podmínky. Nejsou zaměstnaní, k nástupu do za-

městnání jsou připraveni do 14 dnů a v posledních 4 týdnech si aktivně hledali zaměstnání.

Tab. 6 Vývoj míry zaměstnanosti a nezaměstnanosti.

Období	Míra zaměstnanosti [%]	Míra nezaměstnanosti [%]
2013/4	68,3	6,8
2014/1	68,1	6,9
2014/2	68,7	6,1
2014/3	69,3	6,0
2014/4	69,8	5,8
2015/1	69,3	6,1
2015/2	70,2	5,0
2015/3	70,5	4,9
2015/4	70,8	4,5

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016e.

Míra zaměstnanosti začala po provedených intervencích růst. Obecná míra nezaměstnanosti pak přestala růst a s malým zpožděním začala klesat. Avšak jak je uvedeno v kapitole věnované HDP, intervence nebyly jediným pozitivním stimulem české ekonomiky

Tomšík (©2015) například uvádí, že po intervencích klesl počet částečných pracovních úvazků ve prospěch plných. Autor dále udává vztah HDP a zaměstnanosti. Pokud HDP vzroste o procento, zaměstnanost vzroste o 2 procenta. Takový vztah ale v případě české ekonomiky neplatil. Pokud by byl porovnán vývoj zaměstnanosti a zvyšování HDP (kapitola 4.6), pak k tak velkému růstu zaměstnanosti nedošlo. Od čtvrtého čtvrtletí roku 2013 do konce roku 2015 vzrostla zaměstnanost o 2,5 procentních bodů.

Nicméně pokud by měl být dopad na zaměstnanost kvantifikován ve stejném poměru, jako měly devizové intervence vliv na změnu dynamiky vývoje HDP, pak by zapříčinily asi dvě pětiny procentního nárůstu míry zaměstnanosti. To činí přibližně 1 %.

S nárůstem zaměstnanosti souvisí pokles nezaměstnanosti. Obecná míra nezaměstnanosti poklesla z hodnoty 6,8 % na 4,5 %. Pokud by opět měla být snaha kvantifikovat vliv devizových intervencí na pokles míry nezaměstnanosti, pak by podle předchozí metody zapříčinily pokles asi o 0,92 %.

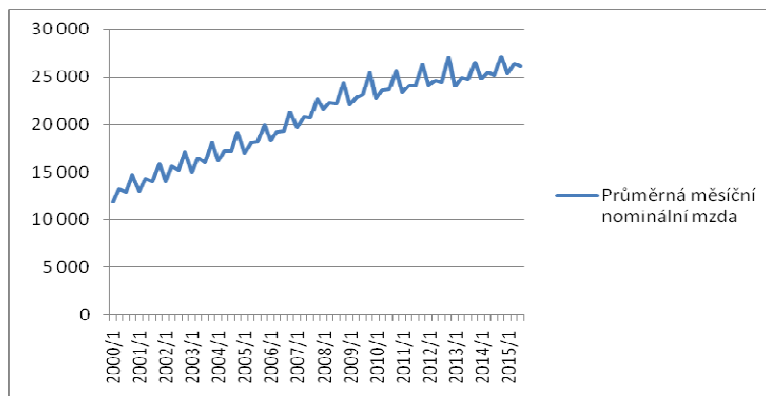
Počet volných míst pak dle dat ČSÚ (©2016f) vzrostl z 35 178 na 102 545. Bylo tedy vytvořeno 67 367 volných pracovních míst. Velký nárůst byl především v roce 2015. Pokud by byl vliv intervencí opět kvantifikován jako v předcházejících odstavcích, pak by opatření ČNB zapříčinilo vznik asi 27 000 nových pracovních míst.

4.6 Dopady na mzdy a inflaci

Jak uvádí Jílek (2013, s. 135-136), pokud měnová politika provede nějaké opatření, nejprve se projeví ve výrobě, poté v delším horizontu ve mzdách a cenách. Na zvýšenou poptávku reagují firmy zvýšením výroby. Ta se může odrazit ve zvýšené poptávce po práci. Na druhou stranu k růstu mezd a cen dochází s určitým zpožděním. To je dáno různými formálními a neformálními kontrakty, které omezují možnost měnit ceny a mzdy v krátkém období.

Z výše rozebraných dopadů je patrné, že k růstu agregátní poptávky i poptávky po práci skutečně došlo. Nyní je na řadě vyzkoumat, jaký dopad měli intervence na vývoj mezd a především na míru inflace. Nejprve budou rozebrány dopady na mzdy.

Pro ilustraci je uveden čtvrtletní vývoj průměrných nominálních ročních mezd v České republice od roku 2000. Z grafu je patrné, že vývoj mezd má od počátku rostoucí, téměř lineární trend. Růst mezd začíná být brzděn recesí v roce 2009, kdy mzdy reagují na propad HDP a křivka jejich vývoje se stává konkávní.



Obr. 16 Vývoj průměrné měsíční nominální mzdy.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016c.

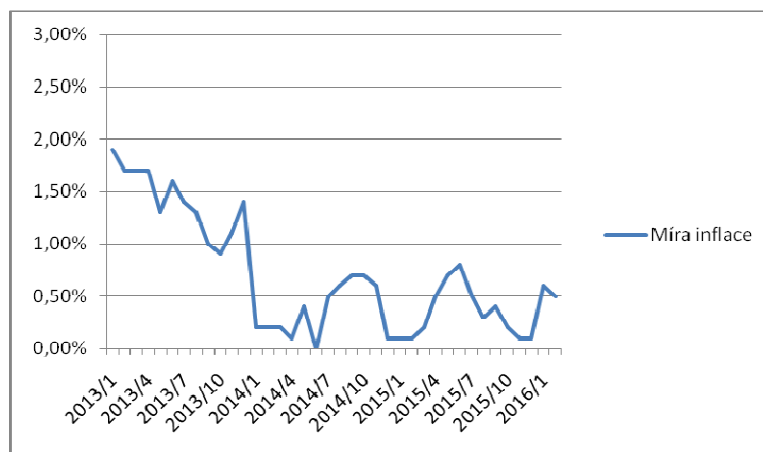
Od roku 2013 již přichází oživení ekonomiky, z části způsobené intervencemi. Z grafu výše by se mohlo zdát, že tempo růstu mezd se začíná opět zvyšovat. Ovšem míra růstu nedosahuje tak velkých čísel, jako v době permanentního růstu mezi léty 2001-2008. Tehdy byly meziroční míry růstu průměrné nominální mzdy o více než 4 procentní body větší, jak ukazuje následující tabulka. Naproti tomu průměrná nominální mzda v roce 2014 vzrostla o 2,3 %, o rok později vzrostly mzdy o 3,4 %. Avšak aby bylo srovnání přesnější, je uvedena ještě míra růstu HDP v cenách roku 2010. Pro doplnění jsou uvedeny i míry inflace, které budou využity hned v zápětí. Zajímavá je situace například v prvních dvou letech, kdy míra růstu HDP je srovnatelná se současným vývojem, avšak současná míra růstu mezd nedosahuje zdaleka takových čísel, jako v letech 2001 a 2002. Dalo by se tedy říci, že mzdy zatím výrazně nezareagovali na opatření ČNB a současné zvyšování HDP. Potvrzuje se tak předchozí tvrzení Jílka, kdy ke korekci mezd dochází až v delším období. Nicméně intervence podpořily nastartování růstu mezd.

Tab. 7 Srovnání měr růstu HDP, nominálních mezd a míry inflace.

Rok	Míra růstu HDP	Míra růstu průměrné nominální mzdy	Míra inflace
2001	3,1%	8,8%	4,7%
2002	1,6%	8,0%	1,8%
2003	3,6%	5,8%	0,1%
2004	4,9%	6,3%	2,8%
2005	6,4%	5,0%	1,9%
2006	6,9%	6,6%	2,5%
2007	5,5%	7,2%	2,8%
2008	2,7%	7,8%	6,3%
2009	-4,8%	3,3%	1,0%
2010	2,3%	2,2%	1,5%
2011	2,0%	2,5%	1,9%
2012	-0,9%	2,5%	3,3%
2013	-0,5%	-0,1%	1,4%
2014	2,0%	2,3%	0,4%
2015	4,2%	3,4%	0,3%

Zdroj: ČSÚ, ©2016a, b, c.

Přítom růst mezd je jedním z možných předpokladů pro růst míry inflace. Následující graf již ukazuje vývoj míry inflace od počátku roku 2013, tedy od doby, kdy byl vyhlášen kurzový závazek. Míra inflace je v následujícím grafu vyjádřena pomocí procentní změny cenové hladiny v daném měsíci oproti stejnému měsíci předcházejícího roku. Jsou využita data ČSÚ (©2016a).



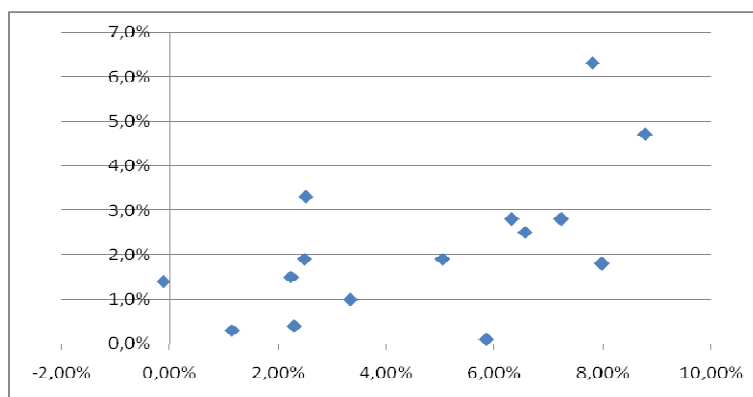
Obr. 17 Míra inflace od roku 2013.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016a.

Míra inflace od roku 2013 postupně klesala a toto období dezinflace trvalo až do zahájení intervencí. Tehdy sice cenová hladina nepatrně vzrostla, poté opět klesala a nastalo dlouhé období velmi nízké míry inflace až do současnosti. Hodnoty nedo-

sahují inflačního cíle v podobě dvou procentních bodů s jednocentním pásmem na obě strany. České národní bance se tedy nepodařilo a nedaří dosáhnout svého hlavního cíle. Otázkou zůstává, proč tomu tak je. Jedním z důvodů by mohl být nedostatečný růst mezd.

Následující graf ilustruje onu výše zmiňovanou hypotézu. Zobrazuje závislost míry inflace na tempu růstu mezd v České republice. Prozatím je opomenuta produktivita práce. Z grafu je na první pohled patrný rostoucí trend. Tedy čím vyšší je meziroční změna průměrné nominální mzdy, tím vyšší je i míra inflace a obráceně. Vodorovná osa znázorňuje míru růstu mezd, svislá osa znázorňuje míru inflace. Číselná data jsou pak v tabulce č. 7.



Obr. 18 Závislost míry inflace na růstu mezd.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016a, c.

Dalo by se zde dokonce uvažovat o situaci, kterou Revenda (2011, s. 355) označuje jako inflační spirála. V takovém případě vede růst cen k požadavkům na růst mezd. Pokud jsou tyto požadavky uspokojeny, zvýšení mezd může vést k dalšímu růstu cen a celý průběh se může opakovat.

Vztah míry inflace a míry růstu mezd se dá pomocí předchozích dat vyjádřit matematicky. K tomu je využit software Gretl a data ČSÚ (©2016c). Z výpočtu jsou vyloučeny extrémní hodnoty z let 2003 a 2008. Jako nezávisle proměnná vystupuje míra růstu nominální mzdy, jako závisle proměnná je zvolena míra inflace. Po výpočtu je dosaženo následujícího vztahu:

$$\text{Míra inflace} = 0,42 * \text{míra růstu mezd}$$

Následující rovnici lze interpretovat například tak, že pokud se průměrná nominální mzda zvýší meziročně o jedno procento, míra inflace bude činit 0,42 %.

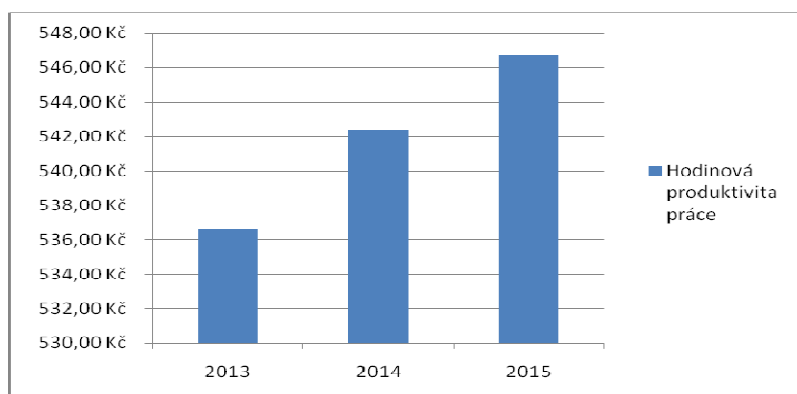
Ve výše uvedeném vztahu je koeficient determinace roven hodnotě 0,83, což značí, že 83 % variability míry inflace je popsáno mírou růstu průměrné nominální mzdy. To dokazuje závislost míry inflace na růstu. Proto se lze domnívat, že inflačního cíle nebylo dosaženo z důvodu nedostatečného růstu mezd. Ty zatím výrazně nezareagovaly na rostoucí agregátní poptávku a zvyšující se výkon české ekonomiky.

ky. Aby tedy bylo dosaženo inflačního cíle, musela by průměrná nominální mzda podle výše odvozeného modelu v České republice vzrůst alespoň o 4,8 %.

Ovšem důležitou roli ve výše popsané závislosti hraje produktivita práce, protože vztah růstu mezd a růstu produktivity práce je pro vývoj míry inflace důležitý. Pokud je růst nominálních mezd vyšší než růst produktivity práce, pak tento růst je způsoben nejen vyšší poptávkou po práci, ale také odráží inflační očekávání. Podnikům tak vznikají vyšší náklady, které musí promítnout do svých cen (Jílek, 2013, s. 136).

Na druhou stranu pokud dochází k růstu mezd, ale tento růst nepřevyšuje růst produktivity práce, nezvyšují se firmám náklady na výrobu a nedochází ke zvyšování cen (Jílek, 2013, s. 136).

Důležité je tedy ukázat vývoj produktivity práce v České republice od provedení intervencí. Ta je vyjádřena podle metodiky ČSÚ, jako podíl hrubého domácího produktu a počtu odpracovaných hodin a nazývá se hodinová produktivita práce.

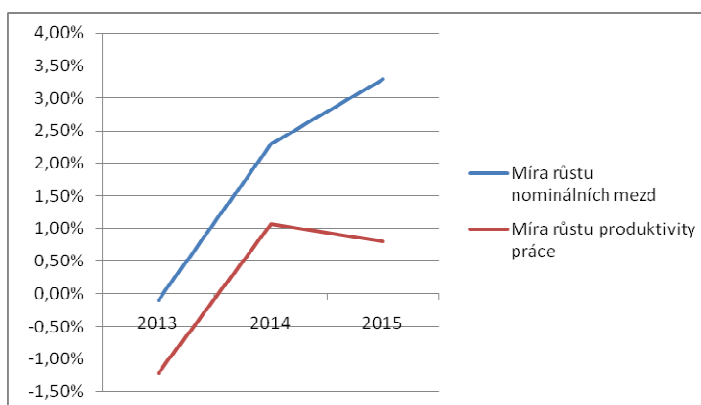


Obr. 19 Hodinová produktivita práce v ČR, roční údaje.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016b, c.

Jak je z grafu patrné, hodinová produktivita práce se pohybuje nad hranicí 500 Kč. Od roku 2013 do roku 2015 vzrostla produktivita o 10 Kč z hodnoty 536 Kč na hodnotu 546 Kč. Česká ekonomika se stala produktivnější.

Nyní je již možné porovnat míry růstu nominálních mezd a produktivity práce. A zda tedy přispívaly k růstu míry inflace, či nikoliv. Podkladem je následující graf, který srovnává míru růstu průměrných nominálních mezd a míru růstu hodinové produktivity práce.



Obr. 20 Srovnání míry růstu mezd a míry růstu produktivity práce.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016b, c.

Obě sledované veličiny od roku 2013 vykazují růstový trend, mzdy rostou rychleji než produktivita práce. V roce 2014 nastává zlom. Zatímco růst mezd dosahuje vyšších hodnot, růst produktivity je zbrzděn. V celém průběhu pak míra růstu mezd přesahuje míru růstu produktivity práce. Takový vývoj dle teorie přispívá k růstu míry inflace. Pokud bude tedy tento trend pokračovat i nadále, dá se očekávat, že by míra inflace mohla v budoucnu růst.

S vysvětlením, proč není dosahováno inflačního cíle, přichází i Tomšík (©2015). Příčinou je podle něj pozitivní nabídkový šok. Ten byl způsoben situací na světových trzích ropy. Zvýšená nabídka této suroviny vedla k poklesu její ceny. Dalšími důvody tohoto šoku jsou sankce vůči Rusku a dobrá úroda, díky čemuž dochází k poklesu cen potravin. Všechny tyto skutečnosti mají za následek protiinflační tlaky, díky nimž se drží míra inflace na nízkých hodnotách.

Tyto skutečnosti představují pro firmy pokles nákladů, což vede ke zvýšení krátkodobé agregátní nabídky. To má za následek pokles cenové hladiny, což vede k růstu reálných mezd. To však podporuje již pozorovaný růst agregátní poptávky. Na tyto protiinflační tlaky není nutné dle Tomšíka (©2015) reagovat, jelikož nízká míra inflace není způsobena nízkou agregátní poptávkou jako v roce 2013. Naopak dochází k růstu této poptávky.

5 Diskuze

V této kapitole budou shrnuty veličiny, na které devizové intervence prostřednictvím kurzového kanálu působí a bude shrnut jejich vývoj. Dosažené výsledky budou diskutovány s proklamacemi České národní banky.

Motivy intervencí jsou uvedeny v kapitole 3.3. Dalším důvodem byl dle Tomšíka (©2015) vývoj základních makroekonomických ukazatelů. S propadem HDP souvisel růst obecné míry nezaměstnanosti nad 7 %. Došlo k pozastavení nominálního růstu mezd a počet volných pracovních míst stagnoval. Česká národní banka tedy vyhlásila kurzový závazek s cílem pomoci zvýšit HDP, snížit nezaměstnanost, nastartovat vyšší růst nominálních mezd a zvýšit počet volných pracovních míst. V poslední řadě chtěla ČNB dosahovat svého inflačního cíle.

Pokud ČNB znehodnotí domácí měnu, má to dle kurzového kanálu dopad na výdaje na spotřebu domácností, na investice firem, zahraniční obchod, HDP, zaměstnanost a také na mzdy a inflaci. Teoretické koncepce jsou popsány v kapitole 4.2.

Po zahájení intervencí začaly domácnosti v očekávání růstu cen zvyšovat výdaje na konečnou spotřebu a podpořily tak domácí poptávku. Došlo i k růstu objemu investic, zde je však nutné zdůraznit, že velkou zásluhu zde má fiskální politika. Ta se změnila na prorůstově orientovanou. Podařilo se tak podpořit domácí nákupní aktivitu, čímž došlo ke snížení peněžních přebytků.

Došlo k růstu exportu, ale i importu, a jejich podílu na HDP, i když dle teorie by mělo docházet k omezení importu. Marshall-Lernerova podmínka byla po intervencích pravděpodobně splněna, J křivka se tedy naplno neprojevila a došlo k růstu čistého exportu s Německem i vůči eurozóně. Celkový čistý export se skokově zvýšil, další růst ale již není příliš velký. Dopad intervencí byl tak na celkový čistý export spíše krátkodobý. Je nutné dodat, že na rostoucí NX měla vliv i rostoucí poptávka v eurozóně.

HDP změnilo dynamiku vývoje z -0,9 % v roce 2013 na 1,98 % v roce 2014. Devizové intervence přispěly ke změně vývoje HDP 1,2 procentními body. Došlo i k růstu zaměstnanosti. Odhadem intervence zvýšily míru zaměstnanosti o 1 % (celkem vzrostla o 2,5 %) a přispěly také ke snížení obecné míry nezaměstnanosti o 0,92 % (celkem se snížila o 2,3 %). Dále bylo odhadnuto, že intervence zapříčinily vznik asi 27 000 nových pracovních míst.

Na druhou stranu mzdy zatím výrazně nezareagovali na zvyšující se výkon ekonomiky podpořený rostoucí poptávkou. Míry růstu se sice pomalu zvyšují, avšak nedosahují tak vysokých hodnot, jako z let před krizí. Přitom růst mezd je důležitým předpokladem pro růst míry inflace, která nedosáhla inflačního cíle. Tomšík (©2015) přikládá další důvod neúspěchu v podobě pozitivního nabídkového šoku. K růstu míry inflace tak tedy patrně dojde, až mzdy porostou výrazněji než nyní a za předpokladu rostoucího výkonu české ekonomiky.

Jak bylo proklamováno ČNB, pokles HDP se podařilo zastavit. Od roku 2014 již HDP roste. Situace se zlepšila i na trhu práce. Devizové intervence pomohly nastartovat pozvolný růst mezd. ČNB dále proklamovala vznik asi 30 000 nových pra-

covních míst, což bylo dle odhadů téměř také splněno. Přesto se však nepodařilo dosáhnout inflačního cíle.

Mnozí čeští politici a ekonomové však devizové intervence neschvalovali a vystoupili s vlnou kritiky. Nezávislý analytik Pavel Fabini (©2015) pak přináší přehled těchto negativních argumentů. Jedním z negativních argumentů byl růst cen způsobený zdražením importu. Míra inflace však od doby zahájení intervencí klesala. Dražší import pak měl dle mnohých pozastavit růst HDP. Intervence však zapříčinily 1,2 procentního bodu růstu HDP. Jiní kritici poukazovali na nižší konkurenceschopnost české ekonomiky měřenou vývozem. Ten ale dle dat (kapitola 4.2) vzrostl, tudíž se čeští producenti staly konkurenceschopnější. Podle jiných kritiků zase byly devizové intervence neočekávané. I tento argument je chybný. Náznaky přicházely již na začátku roku 2013, kdy ČNB upozorňovala na záměr s využitím měnového kurzu.

Na druhou stranu se vyskytují i negativní argumenty, se kterými by se dalo souhlasit. Investor a podnikatel Jaroslav Šura (©2015) poukazuje na fakt, že intervence sice pomohly exportu, v české ekonomice ale nejsou pouze exportní firmy. Kurzový závazek tak mohl některým importním firmám uškodit. Pokud si například chtějí udržet odběratele a stejné ceny, mohou tak učinit na úkor zisku. Nicméně dopady na nezaměstnanost negativní nebyly.

Stejný autor přichází s dalším zajímavým názorem. Šurův (©2015) negativní argument poukazuje na možnost si inflaci, popřípadě deflaci dovést, vzhledem k tomu, jako moc je česká ekonomika otevřená. Takový argument by mohl značit, že domácí cenová hladina z velké části závisí na cenovém vývoji v zahraničí. Proto následující kapitoly budou věnovány dílčí studii zabývající se Šurovou hypotézou.

Česká republika obchoduje s mnoha státy v rámci Evropské unie i mimo ni. Proto zabývat se možnostmi importu cenové hladiny z každého jednotlivého by bylo náročné. Největším celkem, se kterým Česká republika obchoduje, jsou státy eurozóny. Z eurozóny je dováženo více než 50 % veškerého importu. Podrobnější přehled přináší následující tabulka.

Tab. 8 Podíl importu z eurozóny na celkovém importu v mil. Kč.

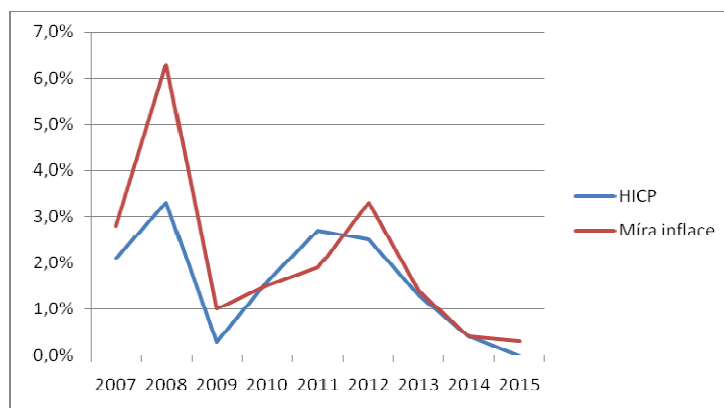
Období	Import celkem	Import eurozóny	Podíl
2008	2 406 490	1 293 776	53,76 %
2009	1 989 036	1 067 543	53,67 %
2010	2 411 557	1 216 493	50,44 %
2011	2 687 562	1 363 952	50,75 %
2012	2 766 889	1 396 704	50,48 %
2013	2 823 485	1 427 855	50,57 %
2014	3 199 631	1 634 555	51,09 %
2015	3 473 156	1 735 894	49,98 %

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016d.

Z tabulky je patrné, jak je česká ekonomika vůči eurozóně otevřená (celková otevřenost naší ekonomiky je kvantifikována v kapitole 5.3). Import ze žádného jiné-

ho státu se ani zdaleka nepřibližuje k údajům uvedeným v tabulce. Například import z Číny tvořil dle dat ČSÚ (©2016d) v roce 2015 asi 13 % celkového importu. V další části tedy bude pozornost zaměřena pouze na státy eurozóny a bude ověřována možnost inflaci, popř. deflaci do české ekonomiky z této oblasti importovat.

Mělo by tedy následovat srovnání míry inflace v České republice a ve státech eurozóny. Komparaci přináší následující graf. HICP značí harmonizovaný index spotřebitelských cen, tedy změnu cenové hladiny v eurozóně, míra inflace pak reprezentuje změnu domácí cenové hladiny.



Obr. 21 Srovnání HICP a míry inflace.

Zdroj: Český statistický úřad, ©2016a; ECB, ©2016a.

Křivka míry inflace téměř kopíruje HICP, tedy změnu cenové hladiny v eurozóně. To by poukazovalo na pravdivost Šurova tvrzení. Na základě grafu se lze domnívat, že inflace byla do české ekonomiky v posledních letech z eurozóny importována. Dá se tedy očekávat, že tomu tak bude i do budoucna.

Za upozornění zde stojí vývoj obou veličin od roku 2013. Obě křivky se téměř kopírují. Ale zatímco HICP v roce 2015 klesá k nule, míra inflace si v české ekonomice udržuje nízkou, ale kladnou hodnotu. Lze se domnívat, že tento inflační diferenciál by mohl být důsledkem devizových intervencí.

Otázkou tedy je, jaké faktory ovlivňují vývoj cenové hladiny v eurozóně. V první řadě je to politika ECB (©2016b). Ta se snaží udržet inflaci pod hranicí 2 %, avšak blízko této úrovně. ECB, stejně jako ČNB, uvolňuje měnové politiku. Využívá kvantitativního uvolňování v podobě nákupu státních dluhopisů. Ale stejně jako ČNB, tak i ECB se nedaří dosáhnout inflačního cíle. Po prozkoumání jednotlivých složek HICP je možné zjistit, že největších cenových výkyvů dosahují složky přímo související s cenami ropy, tedy kapalná paliva a pohonné hmoty. Změny cen u těchto komodit dosahují i desítky procent. Na základě toho lze předpokládat, že vývoj cen ropy na světových trzích by mohl ovlivňovat cenovou hladinu v eurozóně, následně i v české ekonomice. Vývoj cen ropy ukazuje následující graf.



Obr. 22 Vývoj cen surové ropy v dolarech za barel.
Zdroj: Kurzycz, ©2000-2016.

Na základě porovnání obou grafů lze předpokládat, že vývoj cen surové ropy na světových trzích je skutečně odrážen ve změnách cenové hladiny v eurozóně, počtažmo v České republice. Mezi léty 2008 a 2009 došlo k náhlému zvýšení cen ropy a následnému propadu, To se projevilo stejným vývojem u míry inflace. Následně cena za barel postupně stoupala, HICP i míra inflace reagovali stejně. Od roku 2014 již cena za barel opět začíná klesat dokonce pod hodnotu 40 \$ za barel. Je to důsledek velké nabídky této komodity na světových trzích. HICP i míra inflace reagují poklesem na velmi nízké hodnoty.

Výše uvedené tvrzení podporuje velké množství ropy dovážené do České republiky. V roce 2014 bylo dovezeno 7 370,4 tis. tun v celkové hodnotě 114,9 mld. Kč. Oproti roku 2013 se množství dovezené ropy zvýšilo o 12,5 %. V roce 2015 bylo v 1. až 3. čtvrtletí do České republiky dovezeno 5 633,1 tis. tun, což je o 0,9 % více než ve stejném období roku 2014. Hodnota dovezené ropy činila 58,7 mld. Kč, což je oproti stejnému období roku 2014 pokles o 34,9 % (MPO, ©2015).

Dá se tak předpokládat velká závislost dovozních cen na cenovém vývoji ropy na světových trzích vzhledem k velkému dováženému množství samotné ropy.

Na základě této dílčí studie lze tedy říci, že cenová hladina je z velké části do České republiky importována z eurozóny, vzhledem ke stejnému vývoji cenových hladin a velké otevřenosti české ekonomiky. Cenovou hladinu v eurozóně ovlivňuje měnová politika ECB, která se snaží zajistit stabilní cenovou hladinu. Avšak cenový vývoj v eurozóně, a tedy i v České republice odráží situaci na světových trzích ropy. Na tento problém poukazuje i Tomšík (©2015). Ten vidí důvod současného neúspěchu při cílování inflace v poklesu cen ropy způsobeném velkou nabídkou této komodity na světových trzích.

Česká národní banka se tedy v takovéto situaci při cílení inflace jeví jako relativně bezmocná. Kurzovým závazkem sice způsobí zdražení dováženého zboží, avšak měnovou politiku ECB a pak především vývoj na světových trzích ropy nijak neovlivní.

Otázkou zde zůstává, jak by ČNB mohla za současné situace dosáhnout inflačního cíle. V úvahu by přicházelo posunutí hranice kurzového závazku. Avšak situaci

na světových trzích ropy a cenový vývoj v eurozóně stejně zásadně neovlivní. Pro ekonomiku tak bude patrně příznivější, když bude zastávat flexibilní inflační cílení ve prospěch makroekonomického vývoje, jak tomu je nyní. Navíc současná nízká míra inflace není způsobena malou poptávkou, jako tomu bylo před vyhlášením kurzového závazku.

S nedosahováním inflačního cíle souvisí i otázka opuštění kurzového závazku. Nedá se předpokládat, že by jej ČNB opustila dříve, než bude dosaženo inflačního cíle. Na základě dílčí studie je předpoklad pro dosažení inflačního cíle růst cen ropy a rostoucí cenová hladina v eurozóně. A jak je patrné z kapitoly 5.7, pak také nominální růst mezd. Zde je možné se zaobírat i reakcí kurzu koruny po opuštění závazku.

Česká národní banka není jedinou centrální bankou, která se uchýlila k vyhlášení kurzového závazku. Stejný krok učinila Švýcarská národní banka. Nejdříve v roce 2009 z důvodu nízké inflace a především pak v říjnu 2011. Tehdy SNB vyhlásila asymetrický kurzový závazek na úrovni 1,2 CHF/EUR. Důvodem byly silné tlaky na zhodnocení franku. Švýcarský frank je považován za kvalitní měnu, proto již v době ekonomické krize proudil do země zahraniční kapitál a švýcarský frank tak byl vystavován apreciačním tlakům. Inflace byla na úrovni blízké nule. SNB tedy zahájila devizové intervence s cílem zastavit zhodnocování franku a udržet konkurenceschopnost ekonomiky. Od roku 2008 stouply rezervy ze 47 miliard na 476 miliard franků. Většinu těchto rezerv tvoří eura (SNB, ©2016a).

15. ledna 2015 pak SNB (©2016b) opustila kurzový závazek. Exit byl zcela nečekaný a vedl k prudkému zhodnocení franku o 20 %, přestože byl exit doplněn zápornou úrokovou sazbou -0,75 %. Kurz se pak ustálil přibližně na hodnotě 1 CH/EUR. Otázkou tedy je, zda by i v případě opuštění kurzového závazku vyhlášeného Českou národní bankou mohlo dojít k tak výraznému posílení koruny.

Dle ČNB (©2003-2016i) nelze očekávat tak velké posílení kurzu koruny vzhledem k tomu, že do české ekonomiky neproudí tak velké množství zahraničního kapitálu. Zhodnocení domácí měny je možné, ne však v takovém měřítku jako tomu bylo u švýcarského franku. Bude záležet například i na inflačním diferenciálu vůči eurozóně. A pokud by přece jenom k prudkému posílení kurzu došlo, ČNB je připravena opět intervenovat a posílení zmírnit. Po ukončení kurzového závazku se tedy nedá očekávat tak velké zhodnocení kurzu koruny vůči euru.

Závěrem lze říci, že devizové intervence měly pozitivní dopad na veličiny popsané kurzovým kanálem, kromě míry inflace. Podpořily tak makroekonomický vývoj v České republice již následující rok po vyhlášení kurzového závazku, tedy v roce 2014. I přesto, že ČNB nedosáhla inflačního cíle, lze hypotézu vyslovenou v úvodu zamítnout.

6 Závěr

V roce 2013 čelila česká ekonomika pokračující recesi, navíc se ČNB obávala pádu do deflace. Úrokové míry se nacházely ve stavu tzv. technické nuly a ekonomika se ocitla v pasti likvidity. Klasické nástroje České národní banky se staly v takové situaci neúčinné.

Proto se centrální banka patrně inspirovala Larsem Svenssonem a jeho teorií zaručené cesty z pasti likvidity a vyhlásila kurzový závazek, podle kterého kurz koruny vůči euru nesmí zhoršit pod úroveň 27 Kč/eur. Následně začala provádět devizové intervence s cílem znehodnotit domácí měnu. Od nich uplynuly již více než dva roky a je tedy možné se zabývat jejich dopadem. Cílem práce proto bylo specifikovat velikost vlivu intervencí na českou ekonomiku. Byla ověřována platnost hypotézy, podle které devizové intervence neměly v krátkém období vliv na makroekonomický vývoj v České republice.

Působení intervencí a dotčené veličiny byly popsány pomocí kurzového kanálu, který je pro tak otevřenou ekonomiku, jako je česká, velmi významným. Devizové intervence prostřednictvím něj ovlivňují měnový kurz, výdaje na spotřebu domácností, objem investic, zahraniční obchod, HDP, zaměstnanost, mzdy a inflaci.

Měnový kurz koruny okamžitě po devizových intervencích znehodnotil na požadovanou úroveň. Intervence podpořily růst výdajů domácností na končnou spotřebu, rostly i investice. Tím byla podpořena domácí poptávka, která byla v roce 2013 relativně slabá. Intervence podpořily růst čistého exportu, především s Německem a vůči eurozóně. V ekonomice došlo ke změně dynamiky vývoje HDP. Intervence se na obratu vývoje HDP podílely asi 1,2 procentními body. Došlo i k poklesu nezaměstnanosti a i díky intervencím se vytvořila nová pracovní místa. Odhadem zapříčinily vznik asi 27 000 nových pracovních míst. Došlo i k růstu mezd, zatím jen mírnému. Inflační cíle však nebylo dosaženo.

Důvodem je nedostatečný růst mezd, především pak cenový vývoj ropy na světových trzích a cenový vývoj v eurozóně, na kterých je domácí míra inflace velmi závislá. Avšak tyto faktory ČNB nedokáže zásadně ovlivnit. Pro českou ekonomiku tak bude patrně nejlepší, pokud ČNB bude i nadále zastávat flexibilní inflační cílení ve prospěch makroekonomického vývoje.

Kromě míry inflace tedy veškeré makroekonomické veličiny již v následujícím roce po intervencích dosáhly pozitivního vývoje. ČNB sice nedosahovala svého hlavního cíle, na druhou stranu ale intervence přispěly k pozitivnímu vývoji české ekonomiky. Na základě toho byla vyvrácená hypotéza, podle které neměly devizové intervence v krátkém období vliv na makroekonomický vývoj v České republice.

7 Literatura

- CAHLÍK, Tomáš, Michal HLAVÁČEK a Jakub SEIDLER, 2010. *Makroekonomie*. 2., upr. vyd. Praha: Karolinum, 228 s. ISBN 978-80-246-1906-4.
- ČNB: *10 let cílování inflace 1998-2007* [online]. Praha, ©2008 [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/10_let_inflacni_cileni_cz.pdf
- ČNB: *Cílování inflace v ČR* [online]. Praha, ©2003-2016a [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
- ČNB: *Jaké jsou režimy měnové politiky* [online]. Praha, ©2003-2016b [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html
- ČNB: *Měnověpolitické nástroje* [online]. Praha, ©2003-2016c [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/
- ČNB: *ARAD systém časových řad* [online]. Praha, ©2003-2016d [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=3&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=28828&p_uka=1%2C2%2C3%2C4%2C5%2C6%2C7%2C8%2C9%2C10%2C11&p_strid=ACCAAB&p_od=200803&p_do=201509&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C#dump
- ČNB: *Měnová báze ČNB* [online]. Praha, ©2003-2016e [cit. 2016-02-18]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/narodni_stat_data/mb.htm
- ČNB: *Důvody a přínosy oslabení koruny* [online]. Praha, ©2003-2016f [cit. 2016-02-18]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html
- ČNB: *Kurzový závazek jako nástroj měnové politiky ČNB v pasti likvidity* [online]. Praha, ©2003-2016g [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150429_tomsik_ivk.html
- ČNB: *Devizové obchody ČNB* [online]. Praha, ©2003-2016h [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/DEVOP_EUR.HTML
- ČNB: *Vybrané devizové kurzy - grafy* [online]. Praha, ©2003-2016ch [cit. 2016-02-24]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/grafy_form.jsp
- ČNB: *Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace* [online]. Praha, ©2003-2016i [cit. 2016-05-01]. Dostupné z:

- https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150317_tomsik_bankovnictvi.html
- ČSÚ: *Inflace - druhy, definice, tabulky* [online]. Praha, ©2016a [cit. 2016-02-05]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/mira_inflace
- ČSÚ: *HDP Výdajovou metodou* [online]. Praha, ©2016b [cit. 2016-02-18]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.presmsocas>
- ČSÚ: *Mzdy, náklady práce - časové řady* [online]. Praha, ©2016c [cit. 2016-02-26]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/pmz_cr
- ČSÚ: *Zahraniční obchod se zbožím - přeshraniční pojetí - časové řady* [online]. Praha, ©2016d [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/vzoph_cr
- ČSÚ: *Zaměstnanost, nezaměstnanost - časové řady* [online]. Praha, ©2016e [cit. 2016-04-06]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/zam_cr
- ČSÚ: *Počet volných míst 2002-2015* [online]. Praha, ©2016f [cit. 2016-04-06]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/3-volna_mista
- ECB: *Statistical Data Warehouse* [online]. ©2016a [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: <http://sdw.ecb.europa.eu/>
- ECB: *Monetary policy* [online]. ©2016b [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html>
- FABINI, Pavel, Praha, ©2015. Česká pozice: Kritika devizových intervencí ČNB byla a je neopodstatněná [online]. In: [cit. 2016-04-21]. Dostupné z: http://ceskapozice.lidovky.cz/kritika-devizovych-intervenci-cnb-byla-a-je-neopodstatnena-po9-/tema.aspx?c=A151126_170324_pozice-tema_lube
- HOLUB, Tomáš, Praha, ©2015 *Oslabení koruny prokazatelně pomohlo, aktuální situace je jiná než v roce 2013*. In: ČNB [online]. [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150127_holub_bankovnictvi.html
- JÍLEK, Josef, 2013. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 557 s. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9
- JUREČKA, Václav, 2013. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 342 s. ISBN 978-80-247-4386-8. Dostupné z: <http://krameriusndktest.mzk.cz/search/handle/uuid:3c2ff790-6679-11e4-b42a-005056827e52>
- KLIKOVA, Christiana a Igor KOTLAN, 2012. *Hospodářská politika*. 3. Vyd. Ostrava: Institut vzdělávání Sokrates. ISBN 978-80-86572-76-5.
- KVASNIČKA, Michal, 2000. *Cílování inflace: Teorie a praxe*, Politická ekonomie, 5, str. 647 – 659
- Kurzycz: *WTI Crude Oil Ropa* [online]. ©2000-2016 [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: <http://www.kurzy.cz/komodity/index.asp?A=5&idk=91&od=01.01.2008&do=31.12.2015&curr=USD&MAXROWS=60>

- MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK, 2008. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rouš. Vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-185-0.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu: *Energetika a suroviny* [online]. Praha, ©2015 [cit. 2016-04-29]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/energetika-a-suroviny/statistiky-energetika/#category129>
- REVENDA, Zbyněk, 2011. *Centrální bankovnictví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press. ISBN 978-80-7261-230-7.
- RVP: *Dopad změn sazeb ČNB do ekonomiky* [online]. Praha, ©2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://wiki.rvp.cz/Kabinet/Ucebni_texty/%C4%8Clov%C4%9Bk_a_spole%C4%8Dnost_-_m%C4%9Bnov%C3%A1_politika/5._Dopad_zm%C4%9Bn_sazeb_%C4%8CNB_do_ekonomiky
- SNB: Reports on the monetary policy of earlier years [online]. Zurich, ©2016a [cit. 2016-05-01]. Dostupné z: https://www.snb.ch/en/i/about/monpol/earlier/id/monpol_earlier_2012
- SNB: Monetary policy since 2013 [online]. Zurich, ©2016b [cit. 2016-05-01]. Dostupné z: https://www.snb.ch/en/i/about/monpol/id/monpol_current
- SVENSSON, Lars E. O, February 2001: *The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap*, Monetary nad Economic Studies (Special Edition), 277 – 322
- Štatistický úrad Slovenskej republiky: *Verejná databáza údajov* [online]. Bratislava, ©2016 [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: http://statdat.statistics.sk/cognosext/cgi-bin/cognos.cgi?b_action=xts.run&m=portal/cc.xts&gohome=
- ŠURA, Jaroslav, ©2015. *Peníze.cz: Očima expertů: ČNB dál oslabuje korunu*. [online]. In: Praha, [cit. 2016-04-23]. Dostupné z: http://www.penize.cz/makroekonomika/302750-ocima-expertu-cnb-dal-oslabuje-korunu-poskozujetim-ekonomiku#element_158_8643
- TOMŠÍK, Vladimír, ©2015. *Kurzový závazek jako nástroj měnové politiky ČNB v pasti likvidity*. In: Praha, ČNB [online]. [cit. 2016-04-01]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150429_tomsik_ivk.html
- WROBLOVSKÝ, Tomáš, 2009. *Past likvidity, Keynesův efekt a fiskální stimulace jako lék na současnou krizi*, Teoretické a praktické aspekty veřejných financí, Praha: 7 str., dostupné z: http://kvf.vse.cz/storage/1239811823_sb_wroblowsky.pdf
- Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance. [online]. [cit. 2016-03-30]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf

Přílohy