

# **ŠKODA AUTO VYSOKÁ ŠKOLA, O.P.S.**

Studijní program: B6208 Ekonomika a management

Studijní obor: 6208R163 Podniková ekonomika a finanční management

## **Měnové intervence ČNB**

**Vít Čermák**

Vedoucí práce: Ing. Helena Horská, Ph.D.

*Tento list vyjměte a nahradte zadáním bakalářské práce*

Prohlašuji, že jsem bakalářskou práci vypracoval samostatně s použitím uvedené literatury pod odborným vedením vedoucího práce.

Prohlašuji, že citace použitých pramenů je úplná a v práci jsem neporušil autorská práva (ve smyslu zákona č. 121/2000 Sb., o právu autorském a o právech souvisejících s právem autorským).

V Mladé Boleslavi dne 28. 4. 2016

Děkuji doc. Ing. Heleně Horské, Ph.D. za odborné vedení bakalářské práce, poskytování rad a informačních podkladů.

## Obsah

Úvod .....	7
1 Monetační politika v době nízké inflace a téměř nulových úrokových sazeb.....	8
1.1 Monetační politika.....	8
1.2 Deflace a její vliv na ekonomiku .....	9
1.3 Teorie nulové bariéry minimální úrokové míry .....	12
1.4 Nekonvenční monetační politika .....	13
1.5 Měnové intervence Švýcarska.....	16
2 Měnové intervence ČNB.....	19
2.1 Ekonomická situace předcházející měnovým intervencím ČNB .....	19
2.2 Rozhodnutí ČNB o použití měnového kurzu.....	21
2.3 Nastavení hladiny kurzu .....	22
2.4 Plnění kurzového závazku .....	23
3 Zhodnocení vybraných ekonomických ukazatelů.....	25
3.1 Inflace .....	25
3.2 Úrokové sazby .....	26
3.3 HDP .....	26
3.4 Nezaměstnanost .....	29
Závěr.....	30
Seznam literatury .....	32
Seznam obrázků .....	34

## **Seznam použitých zkratk a symbolů**

CB           centrální banka

ČNB          Česká národní banka

ČR           Česká republika

DNB          Dánská centrální banka

EU           Evropská unie

FED          Federální rezervní systém

ŠNB          Švýcarská národní banka

## Úvod

V listopadu roku 2013 Česká národní banka vyhlásila jednostranný kurzový závazek, který bude udržovat intervencemi na devizovém trhu. Rozhodla se tak začít používat měnový kurz, jako nový nestandardní nástroj měnové politiky, poté co vyčerpala možnosti úrokových sazeb. I když záměr využít měnový kurz ČNB komunikovala již v roce 2012, veřejnost byla tímto krokem v listopadu 2013 stejně zaskočena. Okamžitě se rozpoutala diskuze o přínosech a dopadech intervencí. Jelikož se intervence dotkly pravděpodobně každého obyvatele našeho státu, určitě stojí za to se tomuto tématu věnovat podrobněji. Zároveň si myslím, že je to zajímavé a vhodné téma pro mou bakalářskou práci, i když bohužel, kapitola měnového závazku ještě není zdaleka uzavřená. I přesto bych chtěl v této práci zjistit, proč se ČNB rozhodla použít devizový kurz jako další nástroj měnové politiky.

Práce je rozdělena do dvou částí. V teoretické části jsou zprvu v rychlosti popsány úkoly a cíle měnové politiky centrální banky. Poté následuje kapitola pojednávající o problémech, které jsou spojeny s deflací a nízkou inflací. Dále je popsána situace, kdy centrální banka přichází o svůj hlavní měnový nástroj a dostane se do situace tzv. nulové bariéry nominální úrokové míry. Na to je navázán příklad Japonska, které se s deflací potýká od roku 1990 prakticky dodnes. Následuje kapitola o možnostech využití nekonvenční měnové politiky. Teoretická část končí příkladem využití nekonvenční měnové politiky a to konkrétně využitím devizových intervencí Švýcarskou národní bankou, která již má i zkušenosti s exitem z měnového závazku.

Praktická část se kompletně věnuje ČNB. První část popisuje ekonomickou situaci České republiky, která předcházela rozhodnutí ČNB. Následně je rozebráno, co vedlo bankovní radu ČNB k volbě využití právě měnového kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky a jakou kurzovou hladinu zvolila. Poslední část se věnuje zhodnocení vybraných ekonomických ukazatelů, jako je především inflace a HDP.

# **1 Monetární politika v době nízké inflace a téměř nulových úrokových sazeb**

První část této kapitoly je věnována teorii monetární politiky a vysvětluje, jaké problémy způsobuje situace, kdy CB nedokáže naplňovat své inflační cíle a ekonomika se potýká s příliš nízkou inflací či dokonce deflací. Na konci této části je uveden příklad Japonska a jeho krize v 90. letech.

Druhá část kapitoly popisuje teorii nulové bariéry minimálních úrokových sazeb. Dále řeší jaké nástroje a možnosti má CB, aby pomohla ekonomice se s touto situací vypořádat. Konec kapitoly uzavírá příklad Švýcarska a jeho využití devizových intervencí.

## **1.1 Monetární politika**

Monetární (také měnová či peněžní) politika je součástí a nástrojem hospodářské politiky státu a usiluje o dosažení ekonomicko-politických cílů působením na monetární veličiny.

Roli hlavního subjektu v monetární politice zastává CB, která ji provádí pomocí monetárních nástrojů a jejichž prostřednictvím má především za úkol pečovat o cenovou stabilitu, regulovat peněžní zásobu a úrokové sazby a udávat podmínky úvěrování. V delším časovém horizontu monetární politika nedokáže ovlivňovat makroekonomické veličiny a proto je jejím cílem především péče o vnitřní cenovou stabilitu a vnější stabilitu devizového kurzu.

Dále se většina CB stará o podporu ekonomického růstu, regulaci zaměstnanosti, zmírňování cyklických výkyvů, stabilitu platební bilance, měnového kurzu, úrokových sazeb a finančních trhů. Tyto další cíle se však vzhledem ke svému charakteru mohou dostávat do vzájemného rozporu, proto musí CB zvolit ty cíle, které jsou v daný moment nejdůležitější a upřednostnit je na úkor těch méně důležitých.

Při péči o cenovou stabilitu je pro CB důležité sledovat, jaký trend má cenová hladina. V současnosti je převážně zastáván názor, že pro hospodářský růst by cenová hladina měla sledovat mírný růst, tedy měla by panovat cenová inflace. Naopak je pro ekonomiku nepříznivě vnímán její pokles. Důvodům proč je pokles cenové hladiny takto vnímán se věnuje následující kapitola.



## 1.2 Deflace a její vliv na ekonomiku

Deflace je v současnosti vnímána jako trvalý pokles cenové hladiny. Odborná veřejnost stále řeší otázku vlivu deflace, kdy část veřejnosti se přiklání k názoru, že deflace je znakem slábnoucí ekonomiky a znamením přicházející recese, jiná část veřejnosti zase zastává kladný názor na deflaci, která pomáhá očištnému procesu a celkově pozitivně působí na ekonomiku. Základní rozdělení deflace je tak podle prvotního podnětu na poptávkovou a nabídkovou.

V situaci pozitivního nabídkového šoku, spojeného s růstem reálných mezd, vyššími zisky, růstem produktu nebo vyšší produktivitou práce, dochází k nabídkové deflaci. Tento typ deflace je vyvolán zejména technologickou inovací, změnami ve fiskálním systému, růstem produktivity, poklesem cen vstupů, politickou či ekonomickou stabilitou a dalšími. Výsledkem tohoto stavu je reálný růst hodnoty peněz. V oběhu je totiž stále stejný objem peněz, jež musí být přerozdělen mezi neustále se zvyšující množství zboží a služeb.

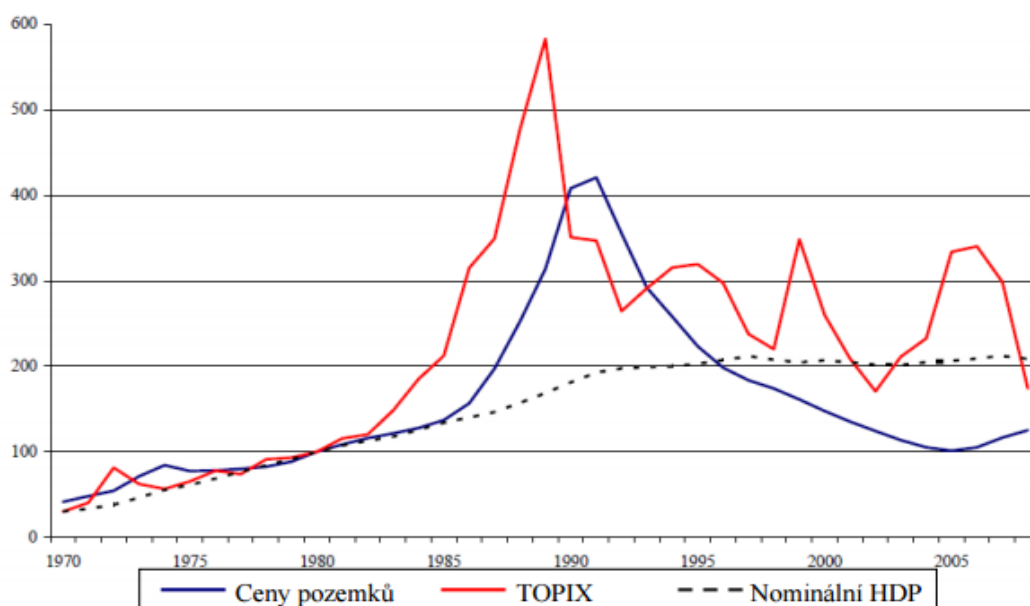
Deflace vyvolaná nedostatečnou poptávkou je jedním ze zásadních problémů, s kterým se CB může potýkat. V deflaci se totiž peníze, které normálně vynášejí méně než reálné investice, stávají aktivem nejvýnosnějším, protože jejich reálná hodnota roste sama od sebe s minimální rizikovostí. Kvůli nízké poptávce jsou podnikatelské projekty ztrátové. Lidé odkládají spotřebu a raději drží peníze, než aby investovali a utráceli. A to dále nutí firmy propouštět, lidem se snižují příjmy a reálná hodnota jejich dluhu roste. Tím se ekonomika dostává do spirály mířící stále k většímu poklesu, z níž je velmi těžké se dostat.

Jako příklad můžeme uvést Velkou depresi 30. let, která měla katastrofální dopady nejen ekonomické, ale i politické. Povzbuzující zkušeností nejsou ani dvě ztracené dekády Japonska či sjednocení Německa s nadhodnoceným kurzem východoněmecké marky, které vyústilo v deflační přizpůsobení. A záviděníhodný není ani vývoj v zemích na jihu eurozóny, které při absenci vlastní měny mohou obnovit svou cenovou konkurenceschopnost pouze prostřednictvím deflace, která však na druhou stranu zásadně zhoršuje jejich dluhové problémy. (Holub, Král, 2013)

### 1.2.1 Japonská krize 90. let

Japonsko je již řadu let považováno za prototyp ekonomiky v deflační pasti a BoJ společně s vládou postupně vyzkoušely většinu doporučení, která již od konce minulého desetiletí domácí i zahraniční ekonomové předkládají. Zpočátku to byl zejména Paul Krugman.

Japonsko zažilo po druhé světové válce velmi výrazný rozvoj. Hospodářský růst Japonska přetrval až do 80. let. V druhé polovině 80. let však došlo k přehřátí japonského trhu aktiv, kdy došlo, i díky uvolnění měnové politiky BoJ, která neustále dodávala více likvidity, k několikanásobení cen pozemků a nemovitostí za pouhých pět let.



Zdroj: Fujii a Kawai

**Obr. 1 Ceny akcií (TOPIX), ceny pozemků ve městech a nominální HDP Japonska**

Díky vysokým cenám aktiv v té době probíhalo nadměrné udělování bankovních úvěrů, které byly zajištěny právě nadhodnocenými pozemky. Rostly také investice firem, protože nadhodnocené akcie zlevňovali externí financování.

Po prasknutí bubliny na trhu s aktivy v roce 1990 měly tyto skutečnosti velmi negativní dopad na finanční sektor. Protože poté, co úvěry, které byly kryty pozemky, přestaly být spláceny, banky začaly díky těmto špatným úvěrům

zaznamenávat velké kapitálové ztráty. To spolu s monetární politikou BoJ a dalšími okolnostmi vedlo k rostoucí nedůvěře finančních institucí. Výsledkem bylo téměř zastavení bankovní úvěrové aktivity a recese doprovázené deflací a zvyšující se nezaměstnaností.

Jak již bylo zmíněno, samotná BoJ přispěla svými kroky k japonské krizi. Například její účast na koordinovaných intervencích v neprospěch dolaru v letech 1985-1987 vedla k razantnímu posílení jenu a to zapříčinilo snížení konkurenceschopnosti japonských podniků na zahraničních trzích.

BoJ zareagovala na zhoršující se ekonomickou situaci v červenci 1991, kdy snížila diskontní sazbu z 6,5 na 5,5 %. Následně v jejím snižování postupně pokračovala, až se v roce 1995 dostala na, do té doby, minimální úroveň 0,5 %.

Ale i přesto míra nezaměstnanosti překonávala každým rokem historická maxima a nepříznivý demografický vývoj vyvolával mezi Japonci obavy z propadu životní úrovně v období stáří. To vše motivovalo japonské domácnosti k ještě vyšší spořivosti. Volné finanční zdroje byly však ve většině případů drženy v likvidní formě. Domácí poptávka klesala a s ní i využití výrobních kapacit. Za těchto podmínek omezily podniky svou investiční aktivitu na minimum. Přebytek úspor nad investicemi vzrostl navzdory téměř nulovým nominálním úrokovým sazbám. Vysoká důvěryhodnost protiinflační politiky japonské centrální banky se odrážela v inflačních očekáváních ekonomických subjektů. Ta v žádném případě nepočítala s růstem cenové hladiny, spíše naopak s jejím budoucím poklesem, eventuálně stagnací. Uvolňování likvidity centrální bankou a redukce intervenčních sazeb na téměř nulovou hodnotu nepřinesly výrazné zvýšení peněžní zásoby. Lze tedy říci, že se japonská ekonomika propadla do pasti likvidity a deflace zároveň. (Horská, 2002)

### **1.2.2 Možnosti řešení deflace**

Nejlepší a nejrychlejší zbraň proti deflaci je samotná prevence před ní. Proto je pro CB důležité stanovit dolní hranici, které by se měla držet. CB by měla permanentně dbát na udržování stability finančního sektoru, která je důležitá pro snížení rizika bublin na trzích aktiv a následného kolapsu těchto cen, což je obvyklý začátek deflačních potíží. - V situaci velmi nízké a klesající inflace by měla

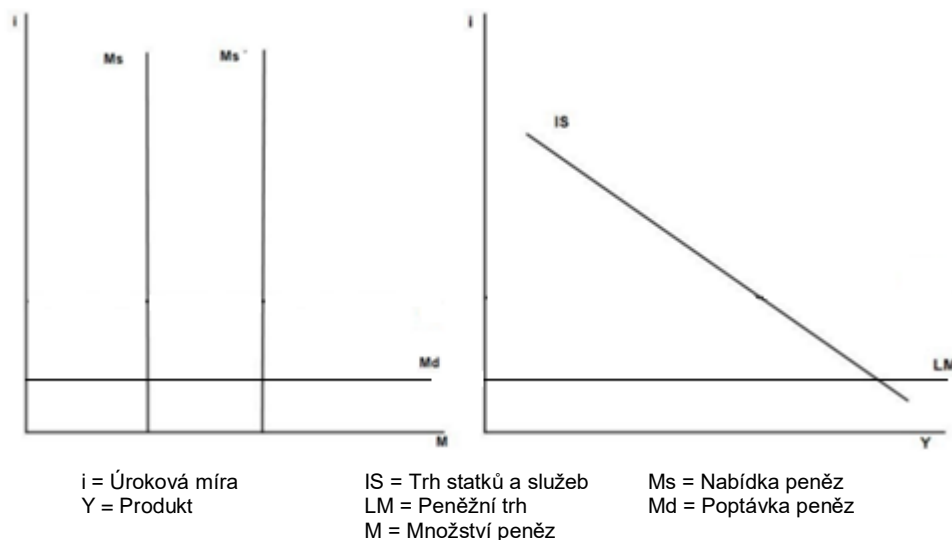
CB reagovat úrokovými sazbami poměrně agresivně (pokud k tomu má ještě dostatečný prostor) a dodávat do systému dostatek likvidity (*Frait, 2003*).

Dlouhodobější nízká inflace nebo deflace je obvykle odrazem výrazného poklesu agregátní poptávky, i když můžeme v řadě případů vysledovat i nabídkou taženou deflací, ale ta není pro tuto práci podstatná. Logickou reakcí tvůrců hospodářské politiky je v takovém případě snaha o podporu agregátní poptávky uvolněním měnové politiky. Problém nastává tehdy, když se v deflační recesi začnou nominální úrokové sazby blížit nule. V situaci, kdy jsou nominální sazby nulové, rovnají se reálné sazby očekávané míře deflace (tedy záporné). Pokud je očekávaná míra deflace výrazně nenulová, dostávají se do potíží nejenom ti, kteří si chtějí nebo musí vypůjčit, ale zejména ti, kteří před tím akumulovali dřívější dluh. Tyto potíže se pak mohou promítnout nejen do poklesu ekonomické aktivity, ale i do destabilizace finančního sektoru. Při nulových sazbách nemohou operace na volném trhu změnit rovnovážnou skladbu portfolií a stimulovat agregátní poptávku, neboť měnová báze a krátkodobé (a případně dlouhodobé) vládní cenné papíry jsou dokonalými substituty (*Frait, 2003*).

### **1.3 Teorie nulové bariéry minimální úrokové míry**

Teorii zabývající se pastí na likviditu se jako první věnoval Keynes v roce 1936 a je definována jako situace, kdy je úroková míra rovna nebo blízká nule. Pokud dojde k této situaci a náklady na držbu peněz jsou zanedbatelné, poptávka po penězích se stává nekonečně elastickou, protože většina subjektů v ekonomice začne preferovat držbu hotovosti před ostatními finančními aktivy, která nesou téměř nulovou výnosnost. V tento okamžik díky nekonečně elastické poptávce po penězích ztrácí standardní monetární nástroje centrální banky účinnost na vyšší úrokové míry, protože jakékoli zvýšení nabídky peněz neovlivní velikost výstupu ani cen (*Wroblowský, 2009*).

Příklad takové situace může představovat takzvaná bublina, která vzniká na trhu finančních nebo reálných aktiv. Očekávání ekonomických subjektů je klesání cen aktiv a růst úrokové míry, protože ceny aktiv jsou extrémně vysoké a míry výnosu jsou extrémně nízké. Past likvidity je znázorněna v grafu IS-LM.



Zdroj: isis.vse.cz

### **Obr. 2 Monetární expanze v pasti likvidity**

Na levém grafu je horizontální poptávka po penězích, což odpovídá situaci nekonečně elastické preferenci likvidity. Jestliže je poptávka horizontální, centrální banka ztrácí schopnost ovlivňovat nominální úrokovou míru skrze peněžní expanzi. Tato situace se v IS-LM modelu projevuje jako horizontální LM křivka.

## **1.4 Nekonvenční monetární politika**

Pokud se ekonomika dostane do situace, kdy jsou krátkodobé nominální sazby blízké nule, deflační tlaky stále přetrvávají a projevují se náznaky pasti likvidity, může CB sáhnout k méně standardním nebo až zcela nestandardním opatřením. Potřeba nekonvenčních opatření však může nastat i při nenulových sazbách v podmínkách narušení úrokového či úvěrového kanálu transmisního mechanismu měnové politiky.

V obou uvedených případech centrální banka nedokáže standardními nástroji poskytnout žádoucí stimulační impulz do reálné ekonomiky. Je pak legitimní provádět nekonvenční měnovou politiku. V návaznosti na světovou finanční krizi ji začaly praktikovat některé jiné centrální banky, např. Federální rezervní systém, Bank of England, Evropská centrální banka či Švýcarská národní banka (ČNB, 2009).

### **1.4.1 Forward guidance**

Forward guidance (FG), neboli signalizování budoucí měnové politiky centrální banky, je užíváno ke strategickému formování tržních očekávání a zvýšení informovanosti veřejnosti o budoucím směřování měnové politiky, jako je například budoucí trajektorie základní úrokové sazby a jiných nástrojů měnové politiky. Pokud je FG přijato veřejností jako důvěryhodné, ovlivňuje očekávanou hladinu úrokových sazeb, dále zmírňuje volatilitu očekávání tržních účastníků a nakonec by se měla v budoucnosti zvýšit citlivost, s jakou budou trhy tyto informace přijímat, ovšem jen za předpokladu, že CB dostojí svým závazkům a tedy, že její komunikace je považována za dostatečně kredibilní.

Informace lze komunikovat dvěma způsoby FG a to za pomoci delfské a odysseovské formy FG.

Delfská forma je méně závazná a omezuje se pouze na zveřejnění prognóz o budoucím vývoji měnové politiky, které se zakládají na výhledu základních ekonomických veličin, jako je např. HDP nebo inflace.

Odysseovská forma naproti tomu představuje deklarovaný závazek CB o vývoji nástroje měnové politiky. Tato forma FG je zpravidla využívána v situaci, kdy jsou omezeny v budoucím vývoji pohybu nástroje měnové politiky, nejčastěji měnověpolitické úrokové sazby.

ČNB spolu s intervencemi využila i obě formy FG, kdy ještě před zahájením intervencí komunikovala setrvání na nulové úrovni úrokových sazeb, dokud se výrazně nezvýší inflační tlaky. V roce 2012 začala veřejně mluvit o záměru použití kurzového závazku, až se k němu nakonec v listopadu 2013 opravdu zavázala, přičemž jasně deklarovala, že se sama bude aktivně účastnit na devizovém trhu za účelem udržování kurzu české koruny vůči euru nad 27 CZK/EUR a to v současnosti minimálně do konce roku 2016.

### **1.4.2 Kvantitativní a kvalitativní uvolňování**

Tento nástroj byl nejčastěji volen například ECB a FEDem při odstraňování následků hospodářské krize. Při kvantitativním uvolňování je záměrem CB navýšení objemu své rozvahy tak, aby se nezměnila likvidita a rizikovitost portfolia aktiv v rozvaze. Číní tak vytvořením předem určeného a zpravidla velkého

množství peněz, za které nakupuje bezriziková kvalitní aktiva s dlouhodobou splatností. Těmi jsou především státní dluhopisy. CB tímto navyšuje svoje rezervy a současně likviditu ve finančním sektoru. Také je to signál pro ekonomiku, že chce CB dosáhnout růstu inflace. Hlavním důvodem tohoto působení je tedy snaha snížit dlouhodobé nominální úrokové sazby a zvýšit inflační očekávání a prostřednictvím snížených dlouhodobých reálných úrokových sazeb tak podpořit investice a agregátní poptávku.

Při kvalitativním uvolňování naopak CB mění složení rozvahy. CB nakupuje méně likvidní a rizikovější aktiva namísto běžně využívaných státních dluhopisů. Hlavním důvodem je očištění finančního trhu od rizikových a málo likvidních aktiv, což umožňuje využití bezpečnějších instrumentů. Kvantitativní uvolňování díky tomu zmírňuje likvidní omezení bank, a tedy podporuje úvěrový kanál.

### **1.4.3 Záporné nominální úrokové sazby**

Efektivita a přínosy záporných hodnot krátkodobých nominálních úrokových sazeb jsou pravděpodobně nejrozporuplnější mezi nekonvenčními nástroji a donedávna se o nich diskutovalo jen na teoretické úrovni.

Praktické zkušenosti s nimi má například Dánská centrální banka, která mezi lety 2012 a 2014 snížila depozitní sazbu na -0,2%. Důvodem bylo posilování dánské koruny, která byla od roku 2011 využívána investory jako zajištění proti rozpadu eura. DNB nejprve standardně snižovala úrokové sazby na hodnoty technické nuly, poté přistoupila k devizovým intervencím, jež vedly k velkému nárůstu devizových rezerv. DNB nakonec zastavila intervence a naproti tomu zavedla negativní sazbu z vkladů komerčních bank u DNB. Přímým dopadem bylo oslabení dánské koruny, tedy z pohledu Dánska sazby splnily svůj úkol, protože se podařilo udržet kurz domácí měny a zabránit tak přílivu zahraničního kapitálu, nicméně záporné depozitní sazby neměly žádný efekt na tržní úrokové sazby ani na objem bankovních úvěrů, což při boji s deflací může být klíčový problém.

#### **1.4.4 Devizové intervence**

Devizové intervence se primárně řadí mezi standardní měnové nástroje, avšak v provedení ČNB a situaci, v které se česká ekonomika nacházela, se jedná o jejich nestandardní využití, proto jsem je zařadil do této kapitoly.

Devizové intervence představují činnost CB, kdy nakupuje či prodává zahraniční měny nebo aktiva za domácí měnu na devizovém trhu. CB může nakupovat či prodávat přesně definovaný objem domácí měny, ale nemůže přesně odhadnout změnu hladiny měnového kurzu, protože ta se odvíjí na základě reakce ostatních účastníků devizového trhu.

Druhou možností je vyhlásit konkrétní hladinu měnového kurzu, které chce CB dosáhnout. CB tak musí intervenovat na devizovém trhu v takové míře, která žádanou změnu hladiny skutečně vyvolá.

Běžně se devizové intervence využívají v měnověpolitickém režimu fixního měnového kurzu. Jejich využití v režimu plovoucího kurzu, ve kterém se nachází většina centrálních bank včetně ČNB, s cílem plnění inflačního cíle, je nestandardní.

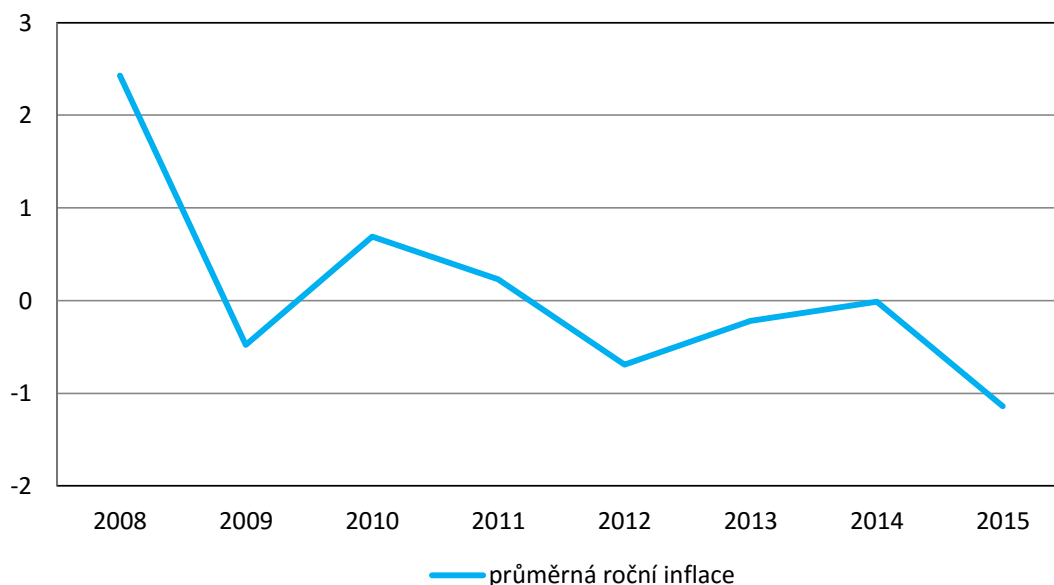
Proto vyhlášení asymetrického kurzového závazku z listopadu 2013 pochází z pozice, kdy se ČNB nacházela v situaci plného využití potenciálu úrokových sazeb. Využití devizových intervencí tak v tomto případě spadá do nekonvenčních opatření měnové politiky.

#### **1.5 Měnové intervence Švýcarska**

Než se v dalších kapitolách budu plně věnovat ČNB, uvedu příklad jiné měnové politiky CB, která již má zkušenosti s exitem kurzového závazku. Tento příklad se týká Švýcarské národní banky, jejíž měnová politika má podobné rysy jako ČNB a i samotná ekonomika Švýcarska je svým charakterem a otevřeností podobná té české.

ŠNB, stejně jako ČNB, přistoupila k devizovým intervencím z obavy dalšího posilování domácí měny, které by přispělo k možnému pádu švýcarské ekonomiky do deflace.





Zdroj: ŠNB

**Obr. 3 Průměrná roční inflace ve Švýcarsku, 2008-2015 (%)**

V roce 2008, kdy naplno propukla finanční krize a zavládla nejistota na finančních trzích, začaly zahraniční subjekty hledat tzv. bezpečný přístav pro své prostředky.

Díky své pověsti silné a stabilní měny se jím pro mnoho investorů stal švýcarský frank. To v roce 2009, kdy již byly úrokové míry na úrovni technické nuly, přimělo ŠNB k devizovým intervencím, aby zabránila dalšímu posilování domácí měny.

ŠNB intervenovala ve třech fázích. První fáze začala 11. 3. 2009, kdy se ŠNB podařilo, díky nákupům eura, oslabit domácí měnu o 4 %, z 1,48 na 1,54 CHF/EUR. Hladinu 1,50 CHF/EUR se povedlo ŠNB držet po celý rok 2009. Ke konci roku 2009 byl však nárůst inflace již tak velký, že CB od intervencí upustila. Na krátkou dobu se k nim vrátila v roce 2010.

Avšak neustálý spekulativní tlak opět zapříčinil posilování švýcarského franku až k historicky nejsilnějšímu směnnému poměru vůči euru. To donutilo ŠNB v září 2011 k vyhlášení jednostranného kurzového závazku 1,20 CHF/EUR, který chtěla udržovat také za pomoci neomezených devizových intervencí. Kurz se ŠNB povedl stabilizovat lehce nad 1,20 CHF/EUR za cenu navýšení devizových rezerv.

Tento závazek bránila ŠNB až do 15. ledna 2015, kdy neočekávaně ustoupila od kurzového závazku. To vedlo k nejistotě na devizovém trhu a s tím přišlo strmé posílení franku až na úroveň 0,85 CHF/EUR. Následně se kurz ustálil kolem

hodnoty 1,02CHF/EUR. Takto razantní posílení domácí měny mělo vliv na prognózy HDP Švýcarska, který se propadl z růstu 1,9% až na záporných 0,5%. Jedním z hlavních důvodů exitu ŠNB z kurzového závazku bylo očekávané oslabení eura vůči dolaru, zapříčinené kvantitativním uvolňováním ECB a navýšováním úrokových sazeb FEDu.

Tak strmé posílení měny po opuštění kurzového závazku vyvolalo názory zpochybňující účinnost intervencí jako měnověpolitického nástroje. Jako hlavní důvody jsou nejčastěji zmiňovány nastavená hladina kurzového závazku, ze které byl kurz uvolněn, a která až příliš neodpovídala ekonomické situaci, a poté načasování a samotné provedení exitu, které bylo neočekávané a pro trhy nečitelné.

Důvody, proč byl kurzový závazek přijat, přetrvaly. Inlace zůstala po exitu pod svým cílem a silná měna opět zhoršila konkurenceschopnost domácích podniků. Na této situaci měly svůj podíl i jiné vlivy, i ty, které ŠNB svojí politikou nemohla ovlivnit, jako byla například ekonomická situace ostatních států eurozóny. Nicméně si myslím, že se jedná o dobrý příklad, který ČNB přinesl cenné informace pro její budoucí opuštění kurzového závazku.

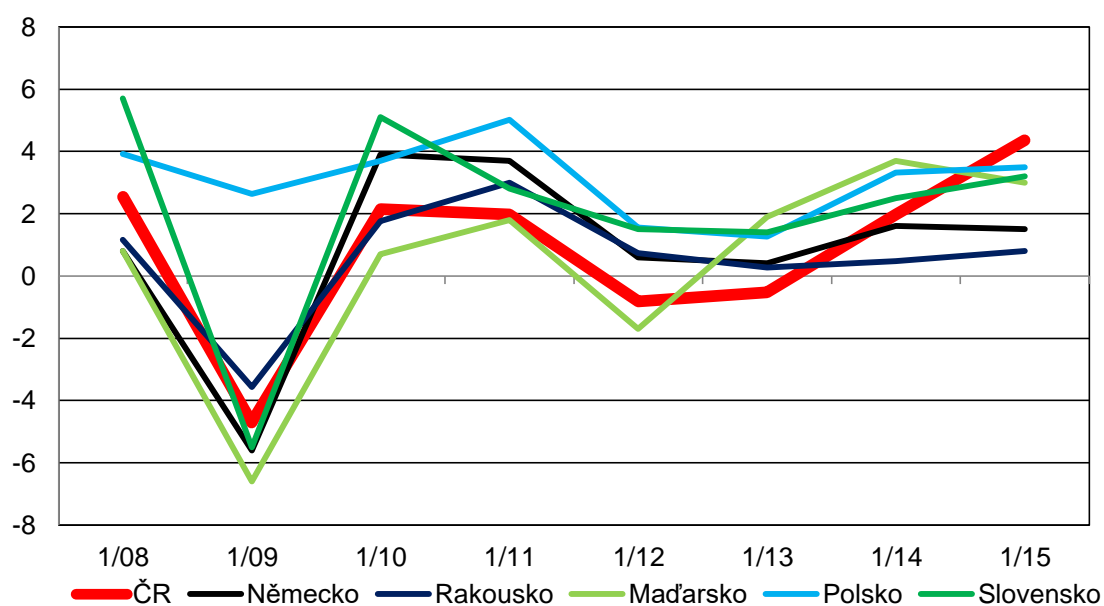
## 2 Měnové intervence ČNB

V praktické části se nejprve zaměřím na ekonomickou situaci, která panovala v České republice po finanční krizi v roce 2008. Poté se zaměřím na důvody, které ČNB vedly k vyhlášení kurzového závazku a využití devizových intervencí jako nestandardního nástroje měnové politiky. Na konci praktické části porovnám a zhodnotím vybrané ekonomické ukazatele a dosavadní zkušenosti.

### 2.1 Ekonomická situace předcházející měnovým intervencím ČNB

V roce 2008 se naplno projeví dopady světové finanční a ekonomické krize na české ekonomice, kdy se její růst prudce zpomalil a v roce 2009 se HDP rychle propadlo o více než čtyři procenta. Ve čtvrtém čtvrtletí 2009 nastalo mírné oživení, které trvalo až do roku 2011. V roce 2012 a 2013 však nastal opět propad, což znovu podnítilo debatu o nutnosti nekonvenčních kroků měnové politiky.

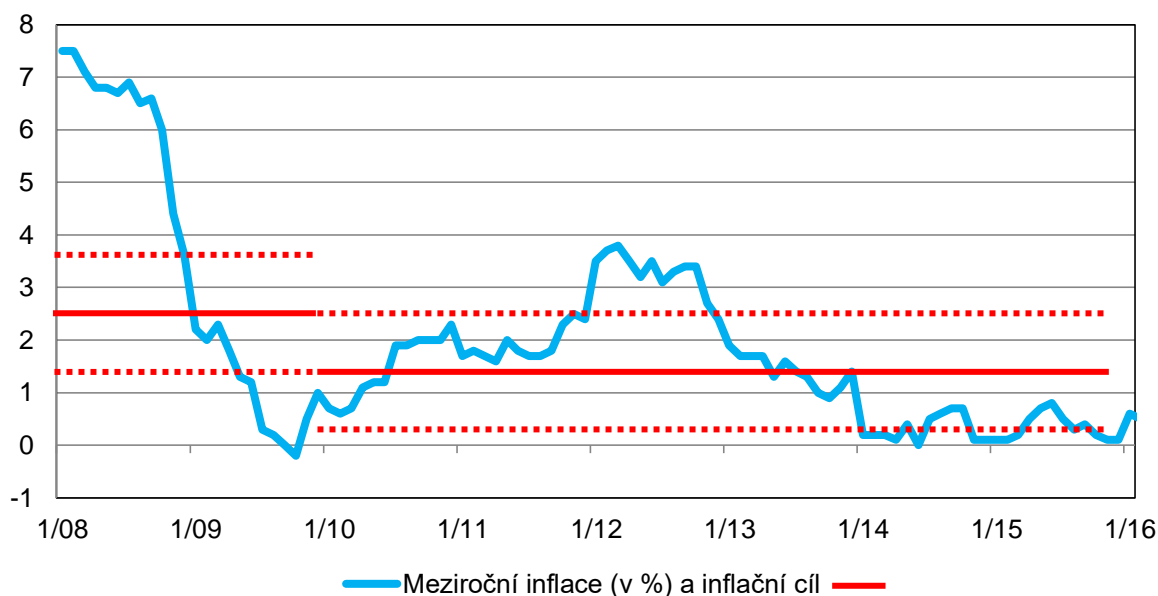
Česká ekonomika také zaostávala za svými hlavními obchodními partnery, což poukazovalo na fakt, že zpomalení české ekonomiky nebylo způsobeno jen poklesem zahraniční poptávky v důsledku evropské finanční krize, ale i slabou domácí poptávkou, která byla následkem restriktivní fiskální politiky v letech 2010 až 2013 a nízkou důvěrou domácností a firem především v roce 2012.



Zdroj: OECD

Obr. 4 Meziroční vývoj HDP (v%)

Dále byla ovlivněna inflace, která začala v roce 2012 klesat a během roku 2013 se dostala až k dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle ČNB.

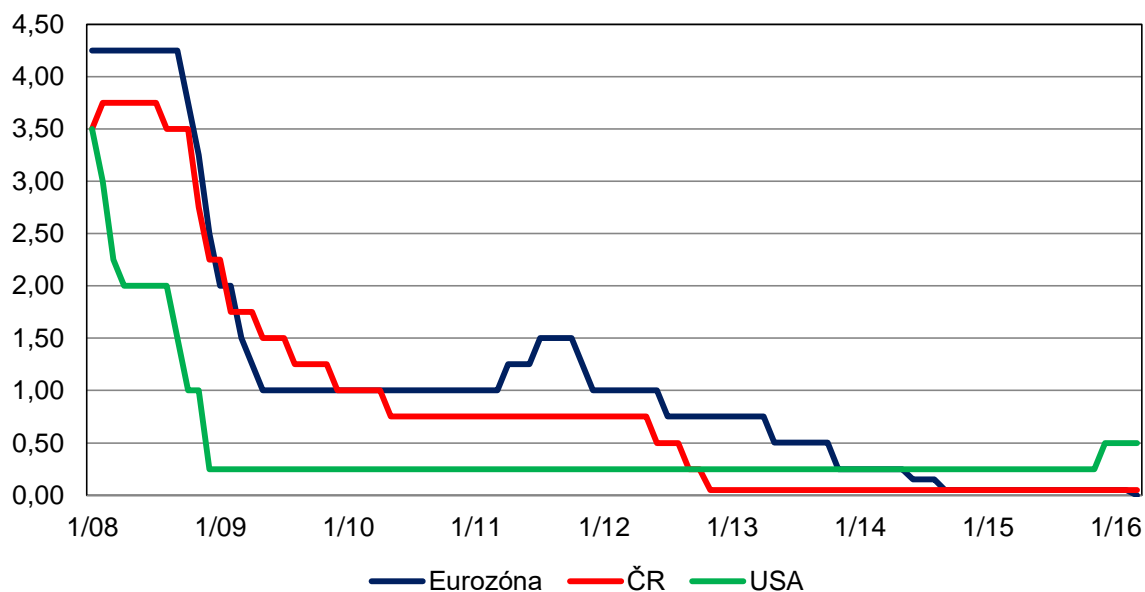


Zdroj: ČSÚ, ČNB

**Obr. 5 Meziroční inflace a inflační cíl ČNB**

Na nepříznivou ekonomickou situaci ČNB reagovala postupným snižováním úrokových sazeb. Jenže toto standardní uvolňování měnové politiky nestačilo a úrokové míry se v listopadu 2012 dostaly na hodnotu technické nuly (0,05 % pro dvoutýdenní repo sazbu a diskontní sazbu a 0,25 % pro lombardní sazbu).

ČNB se také na podzim roku 2012 nechala poprvé slyšet, že v souvislosti s dalším uvolňováním měnové politiky je rozhodnuta využít i nekonvenčních nástrojů, a to především kurzu koruny, bude-li zapotřebí. Samotným prohlášením se ČNB podařilo na konci roku 2012 oslabit korunu, což pomohlo ke změkčení měnových podmínek.



Zdroj: ČSÚ, ČNB

**Obr. 6 Měnověpolitické sazby od roku 2009 (v %)**

Rok 2013 se však nesl ve znamení neustávajícího klesání inflace a prohlubování ekonomické recese. Posledním signálem pro použití devizových intervencí byla závěrečná prognóza z roku 2013 ve Zprávě o inflaci IV/2013, která odhadovala nutnost zřetelně záporné hodnoty repo sazby až na hodnotě kolem -0,9%. Na tuto predikci se ČNB již rozhodla reagovat.

## 2.2 Rozhodnutí ČNB o použití měnového kurzu

Bankovní rada ČNB se rozhodla reagovat využitím devizových intervencí k ovlivnění kurzu domácí měny. O využití právě této techniky ČNB uvažovala již od roku 2009 a vedlo k němu několik skutečností.

Hlavním předpokladem bylo vyčerpání potenciálu úrokových sazeb až na ZLB. Avšak snižování sazeb do záporných hodnot bylo zavrhnuto kvůli sporným přínosům. Dále bylo zamítnuto použití kvantitativního uvolňování, s ohledem na dlouhodobý přebytek likvidity v bankovním sektoru a již tak nízké výnosy dlouhodobých státních dluhopisů (ČNB, 2014).

Před samotným zahájením devizových intervencí se použil prvek forward guidance, tedy ČNB v listopadu 2012 ohlásila ponechání úrokových sazeb na technicky nulové úrovni v delším časovém úseku, protože se v blízké budoucnosti neočekává oživení inflace. Toto jednání se samo o sobě ukázalo do určité míry

jako účinné, avšak následný pokles dlouhodobých úrokových sazeb v ČR nebyl dostatečně účinný na překonání deflačních tendencí.

Oslabení kurzu měny v malé otevřené ekonomice je efektivním nástrojem na zvýšení domácí cenové hladiny a tím tedy ke zvýšení inflačního očekávání. Navíc dopady použití měnových intervencí na změnu kurzu jsou znatelně silnější v podmínkách, kdy úrokové míry dosáhly ZLB.

ČNB však nechtěla využít devizové intervence s předem definovaným objemem jako dříve například Izrael nebo Chile, protože jejich efekt má za prvé malý očekávaný likvidní dopad intervencí, který je přímo spojen s jejich objemem a za druhé není možné přesně určit odpovídající objem intervencí, které zaručí potřebné oslabení kurzu. S tím souvisí obecně sporná účinnost tohoto druhu intervencí při ovlivňování kurzového vývoje. Proto ČNB chtěla využít devizových intervencí jen jako prostředek k ovlivnění kurzu koruny, jehož změna měla sloužit jako hlavní nástroj měnové politiky k plnění inflačního cíle. (ČNB, 2014).

Díky těmto důvodům ČNB zvolila právě oslabení kurzu a jeho případné použití komunikovala již od září 2012, tedy ještě před úplným dosažením ZLB. Využití devizových intervencí pro ČR doporučil v roce 2013 i Mezinárodní měnový fond (MMF, 2013).

### **2.3 Nastavení hladiny kurzu**

Druhým neméně důležitým a jednoduchým rozhodnutím, po zvolení využití kurzu koruny jako nekonvenčního nástroje měnové politiky, bylo zvolit vhodnou intervenční hladinu, která by napomohla plnění inflačního cíle a odpoutání se od ZLB v budoucích letech.

Pro tento účel vypracovala ČNB několik variant intervenční hladiny a podle svého přesvědčení vybrala tu variantu, která by měla nejlépe zajišťovat plnění cílů měnové politiky s ohledem na doporučení ekonomické literatury zabývající se překonáním rizika deflace.

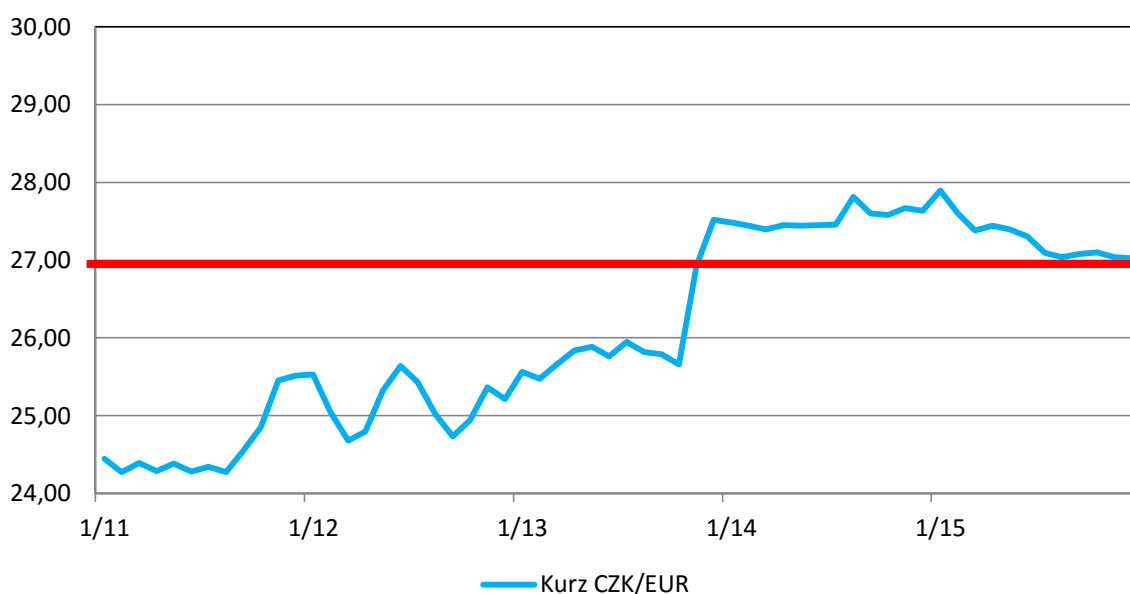
Nakonec byla vybrána varianta s hladinou kurzu kolem 27 CZK/EUR. Oslabení kurzu na tuto hladinu mělo zprvu přinést růst dovozních cen a posléze inflační tlaky domácí ekonomiky, které znovu vrátí inflaci k inflačnímu cíli v druhé polovině

roku 2014. Dále se měly projevit příznivé dopady na export, poptávku domácností a výrobu, také už v roce 2014.

## 2.4 Plnění kurzového závazku

Bankovní rada ČNB se tak v listopadu 2013 zavázala, že bude v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru políží hladiny 27 CZK/EUR (ČNB, 2013), bez ohledu na objem trvání intervencí. Naopak případné další oslabení kurzu koruny ČNB nebude ovlivňovat a jeho pohyb nechá na vývoji nabídky a poptávky na devizovém trhu.

Tento závazek ČNB také okamžitě podpořila, kdy do konce listopadu nakoupila 7,5 miliardy EUR. Tyto nákupy vzbudily dostatečnou důvěru finančního trhu a kurz se rychle stabilizoval nad hladinou 27 CZK/EUR.



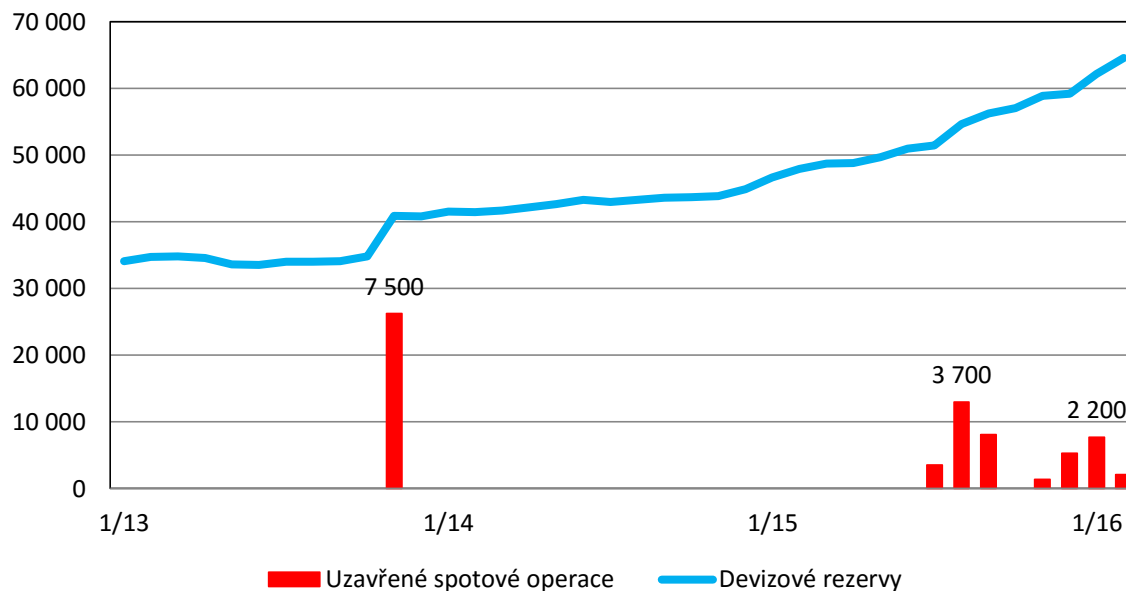
Zdroj: ČNB

### **Obr. 7 Vývoj kurzu CZK/EUR**

Po následující dva roky došlo jen k občasnému posílení koruny, které bylo v souladu se závazkem a ČNB tak na něj po celou dobu nijak nereagovala.

V únoru 2015 však ECB oznámila záměr dalšího uvolnění měnové politiky nákupem dluhopisů. Do toho se přidal prezident České republiky Miloš Zeman, který ve svém prohlášení jasně kritizoval politiku ČNB a naznačil odhodlanost se tím při jmenování členů bankovní rady řídit. To spolu s příznivými výsledky domácí

ekonomiky stlačilo kurz těsně k hranici 27 CZK/EUR. ČNB zareagovala a znovu od listopadu 2015 začala aktivně bránit kurz intervencemi, kdy od července do konce roku nákupy překročily 11 miliard EUR. Celkem tak více než za dva roky ČNB intervenovala přibližně za 470 miliard CZK, což se projevilo na nárůstu devizových rezerv.



Zdroj: ČNB

**Obr. 8 Uzavřené spotové operace a devizové rezervy ČNB, 2013-2016 (v mil. EUR)**

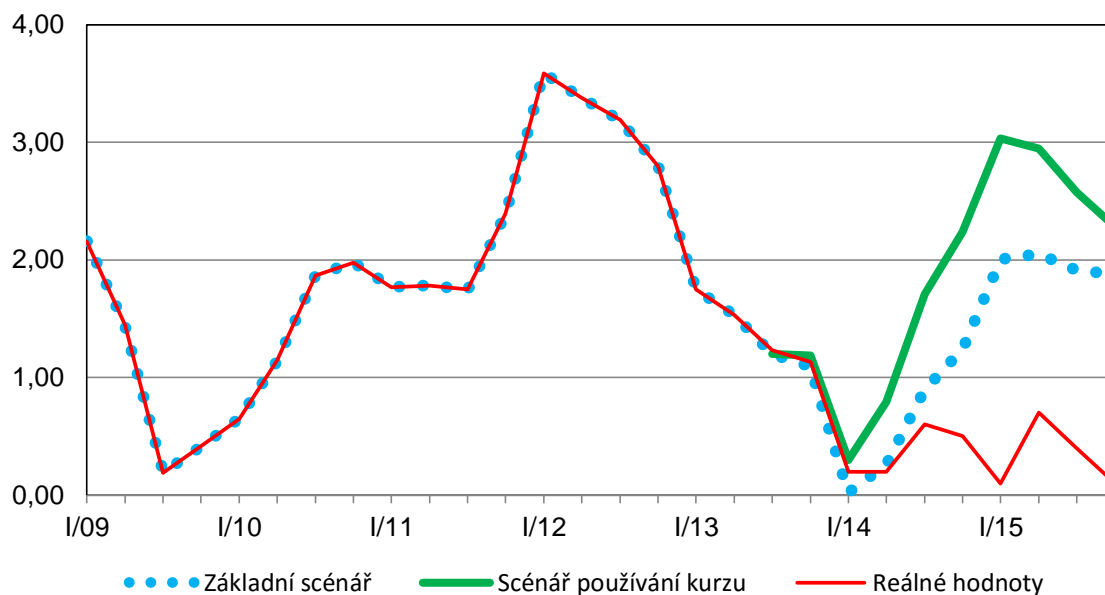


### 3 Zhodnocení vybraných ekonomických ukazatelů

V této kapitole zhodnotím dopady kurzového závazku na vybrané ekonomické ukazatele, jimiž jsou inflace, úrokové sazby, HDP, nezaměstnanost a kurz CZK. První tři ukazatele porovnám s prognózou ČNB, která byla obsažena ve Zprávě o inflaci IV/2013.

#### 3.1 Inflace

Slabší kurz koruny se měl promítnout do nárůstu dovozních cen zvyšujících celkovou inflaci. Poté mělo dojít k oživení domácí ekonomiky, která by zaujala hlavní pozici v tvorbě inflace. Díky tomu měla inflace dosahovat cíle ČNB již ve třetím kvartálu roku 2014 a poté atakovat jeho horní toleranční pásmo. V roce 2015 se měla opět vracet k inflačnímu cíli. Přitom vychýlení inflace do horního tolerančního pásma mělo kompenzovat její hodnoty pod cílem v roce 2013 a na začátku roku 2014.



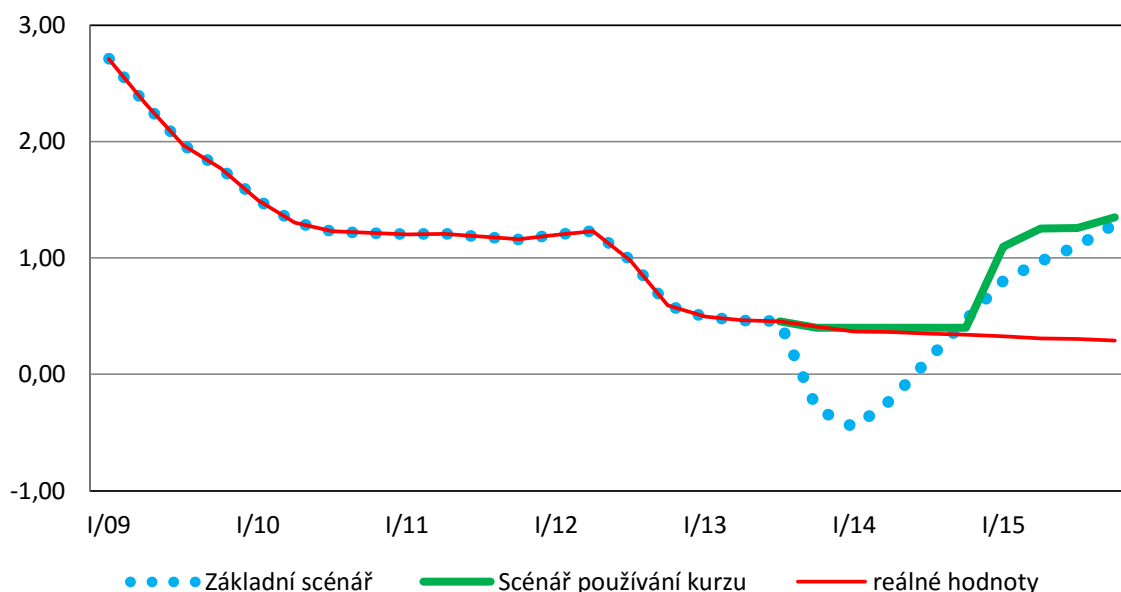
Zdroj: ČNB

**Obr. 9 Celková inflace ČR, 2009-2015 (v %)**

Snaha vrátit inflaci k jejímu cíli se nakonec ČNB příliš nezdařila, kdy během prosince 2013, v reakci na právě uskutečněné intervence, celková inflace výrazně vzrostla o 0,4%, avšak na začátku roku 2014 klesla a začala oscilovat hluboko pod inflačním cílem kolem 0,5% po celý rok 2014 a 2015, což je v rozporu s prognózou ČNB, která čekávala návrat k cíli již v roce 2014.

### 3.2 Úrokové sazby

V prognóze úrokových sazeb 3M PRIBOR ČNB předpokládala, že díky oslabení kurzu koruny vůči euru, které urychlí návrat inflace, bude možné se odklonit od nulových úrokových sazeb na konci roku 2014.



Zdroj: ČNB

**Obr. 10 3M PRIBOR, 2009-2015 (v %)**

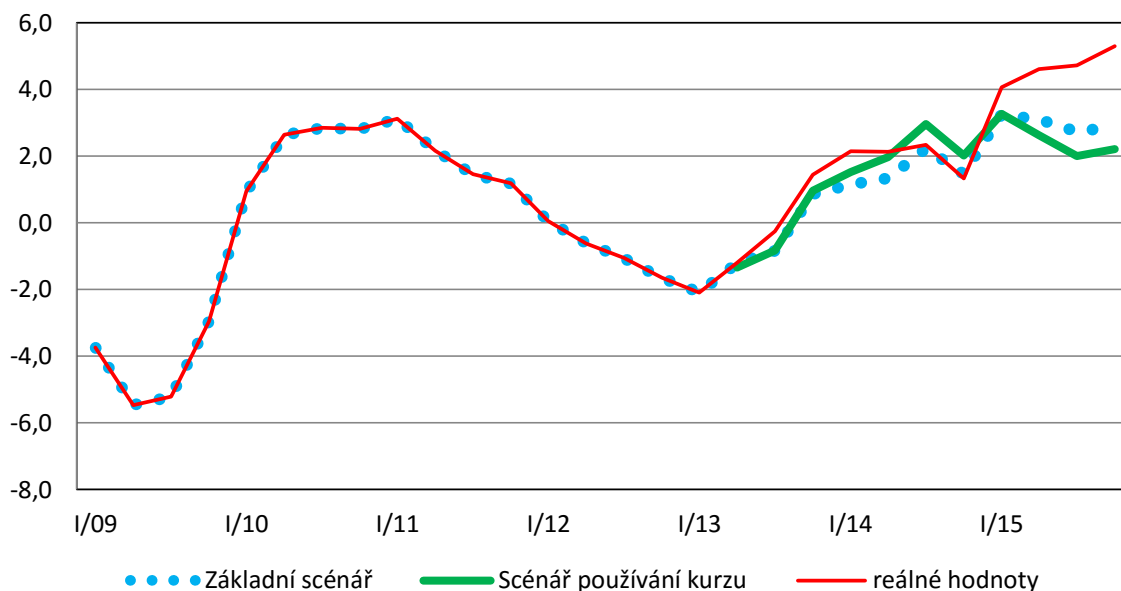
Ve skutečnosti však nedošlo k dostatečnému růstu inflace, aby bylo možné začít s navyšováním úrokových sazeb a ty se tak držely na úrovni technické nuly i na konci roku 2015.

### 3.3 HDP

U HDP mělo opět sehrát důležitou roli zdražení dovozu. I za cenu nižší kupní síly domácností a díky tomu menší spotřebě, měly právě vyšší ceny importu přesměrovat poptávku domácností k domácím zboží a službám. Navíc slabší

kurz zvyšuje konkurenceschopnost domácích proexportních podniků. To spolu s nízkými úrokovými sazbami podporuje nejen tyto podniky k investování.

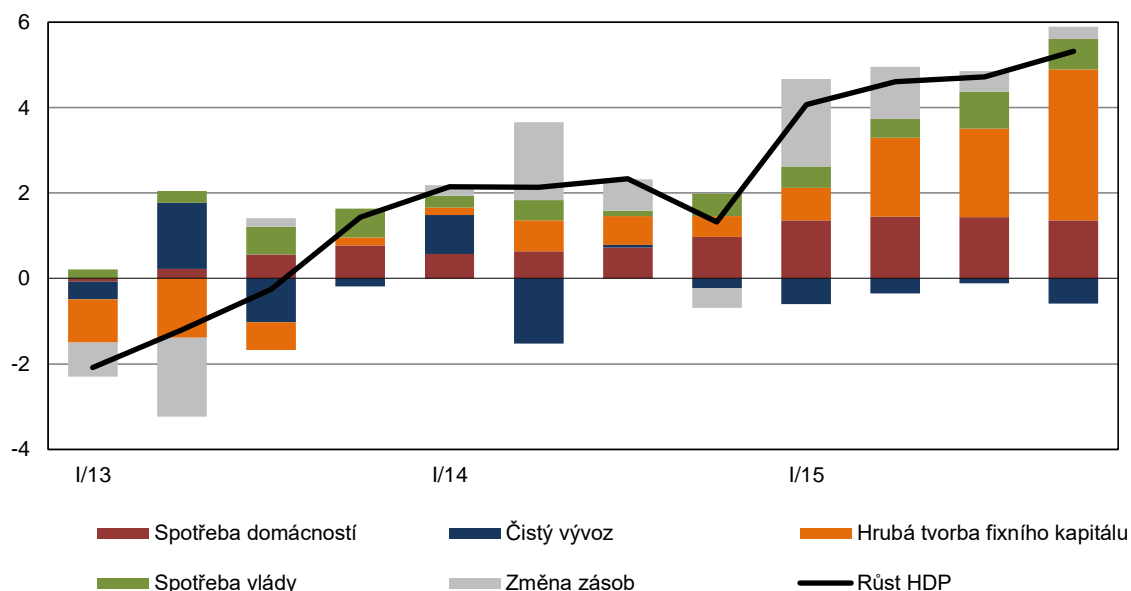
Díky tomu mělo dojít k oživení výroby, růstu zaměstnanosti a mezd, což by zvýšilo koupěschopnost a spotřebu domácností. Prognózou byl růst HDP o 2,1% v roce 2014.



Zdroj: ČNB

**Obr. 11 Prognóza vývoje reálného HDP, 2009-2015 (v %)**

Reálný HDP zaznamenal meziroční růst již od prvního čtvrtletí roku 2013 a začal stagnovat nad 2% během roku 2014. V roce 2015 znovu HDP zaznamenal razantní meziroční růst přes 4%. Od roku 2013 je tedy vidět trend růstu a z pohledu HDP byla prognóza ČNB nejpřesnější.



Zdroj: ČNB

**Obr. 12 Struktura meziročního růstu HDP, 2013-2015 (v %)**

Důležitý vliv na vývoj HDP měla tvorba hrubého fixního kapitálu, která od konce roku 2012 citelně slábla. Avšak od posledního čtvrtletí roku 2013, kdy se mohly projevit dopady intervencí, zaznamenaly investice mírný 0,2% růst poprvé od roku 2011. Tento trend pokračuje další dva roky, kdy se očekává přibližný nárůst 3,5% v posledním čtvrtletí roku 2015.

Významný vliv na tvorbu HDP měla také spotřeba domácností, která celý rok 2012 klesala, ale již ve druhém čtvrtletí roku 2013 zaznamenala růst, který přetrvával následující dva roky, kdy se růst pohyboval v roce 2014 v rozmezí 0,6 %-1 % a v roce 2015 dokonce kolem 1,4 %. Od roku 2013 tedy spotřeba domácností očitelně roste. Tento trend ale započal ještě před samotnými intervencemi, proto není jasné, do jaké míry měly intervence ČNB na spotřebu domácností vliv.

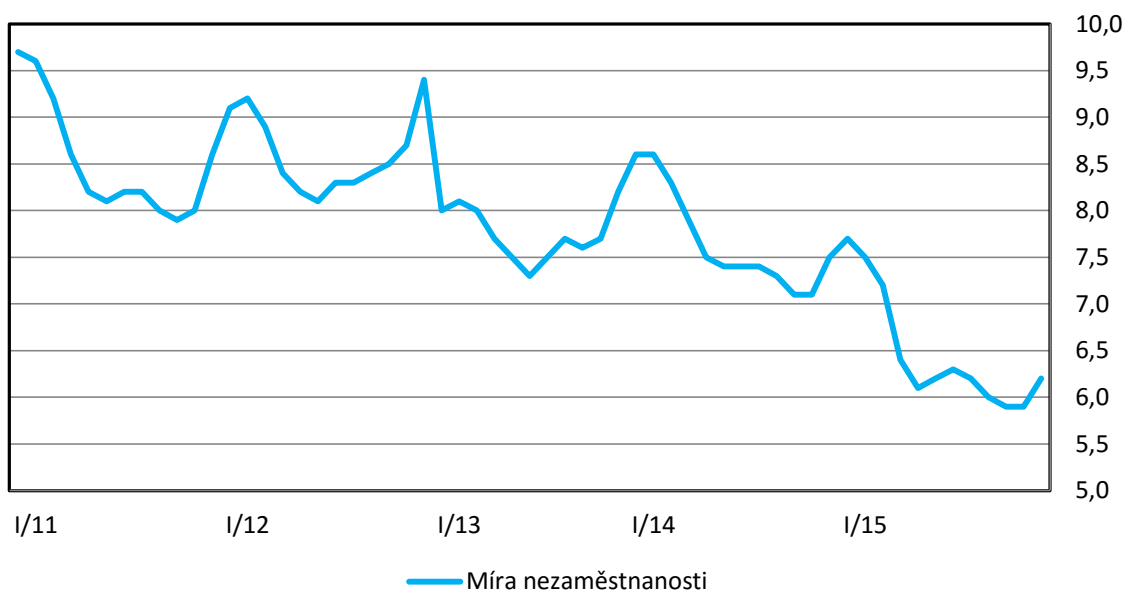
Velký přírůstek očekávala ČNB u exportu. Začátek byl slibný, v prvním čtvrtletí 2014 zaznamenal čistý vývoz nárůst o 0,9 %, ale od té doby do konce roku spíše klesal a oživení se očekává až během roku 2016. Příčinou takto nečekaného vývoje může být to, že spotřeba nepřešla od zahraničních výrobků k domácím v takové míře, jak se očekávalo, a proto se díky posílení eura vůči koruně zvýšil objem jak exportu, tak i importu, a to ve stejné míře. K této situaci mohly také

příspěť dlouhodobé kontrakty domácích exportérů, které kalkulují s kurzovými změnami.

Spotřeba vlády, kterou devizové intervence neměly nikterak zásadně ovlivnit, zaznamenala během let 2013-2015 mírný růst.

### 3.4 Nezaměstnanost

Nezaměstnanost má také velmi dobrý trend od roku 2013, kdy míra nezaměstnanosti činila 9,4%. Během následujících dvou let klesla až na hodnotu 5,9% v roce 2015. I když se dá jen těžko určit vliv intervencí na nezaměstnanost, dá se opět říci, že během kurzového závazku ČNB nabrala nezaměstnanost příznivý směr.



Zdroj: ČSÚ

**Obr. 13 Míra nezaměstnanosti, 2011-2015 (v %)**

## Závěr

V teoretické části jsou naznačeny problémy, které jsou spojeny s deflací. Hlavní problém představuje poptávková deflace, která může v dlouhodobém horizontu přivést ekonomiku do deflační spirály. Dalším problémem je to, že pokud se už ekonomika propadne do deflace, je velmi obtížné se z ní vymanit, což je předvedeno na příkladu Japonska. Proto je velmi důležitá samotná prevence před ní. Hlavními měnovými nástroji CB v režimu cílování inflace jsou úrokové sazby. Zásadní problém přichází, pokud se CB při uvolňování měnové politiky dostane až na nulovou bariéru úrokových sazeb, protože v ten okamžik je její hlavní nástroj v podstatě vyčerpaný, a proto musí volit jiné nestandardní řešení, aby mohla dále uvolňovat měnovou politiku a předejít tak deflaci.

V praktické části jsou popsány důvody, proč Česká národní banka zvolila jako svůj nekonvenční měnový nástroj jednostranný kurzový závazek, který se rozhodla udržovat za pomoci devizových intervencí. Tento kurzový závazek byl stanoven na hodnotě 27 CZK/EUR, pod který hladina kurzu neměla klesnout. Dále je v praktické části porovnán vývoj vybraných ekonomických ukazatelů převážně od roku 2013 do konce roku 2015, aby bylo možné zhodnotit vliv intervencí. Hlavním záměrem ČNB bylo za pomoci intervencí nasměrovat inflaci zpět k 2% cíli.

Právě vývoj inflace je trochu zklamáním, protože podle prognózy ČNB z třetího čtvrtletí roku 2013 se měla inflace za použití kurzového závazku vrátit ke svému cíli již v polovině roku 2014. Ve skutečnosti se ale k němu nepřiblížila ani do konce roku 2015. Na druhou stranu zde byly silnější deflační tlaky, jako například výrazný pokles ceny ropy, se kterými prognóza nemohla počítat a samotná česká ekonomika je silně závislá na vývoji ekonomiky okolních států. Naopak intervence měly úspěšný vliv na samotný měnový kurz, kterého bylo dosaženo okamžitě po zahájení intervencí v listopadu 2013, a který byl udržován po celý rok 2014 bez nutnosti dalšího použití devizových intervencí. Bohužel s dalším prodlužováním trvání kurzového závazku, který je v současnosti naplánován minimálně do konce roku 2016, a současně s měnovou politikou ECB, byla ČNB donucena znovu se aktivně účastnit na devizovém trhu v druhé polovině roku 2015, což znamená další růst devizových rezerv. Příznivý vývoj zaznamenal také HDP, který dokonce předčil prognózu ČNB. Na druhou stranu to může podkopávat odůvodnění

aktivního zapojení ČNB kvůli nízké inflaci a vliv nízké inflace na hospodářský vývoj České republiky jako takový.

V práci jsem tedy představil mé hlavní cíle: problematiku deflace a nulovou bariéru úrokových sazeb. Dále jaké nestandardní nástroje může CB použít v této situaci. Poté jsem se podrobněji věnoval využití měnového kurzu ČNB, jako nestandardního nástroje měnové politiky. Převážně hodnotím měnovou politiku ČNB kladně, protože si myslím, že bez kurzového závazku a měnových intervencí mohla česká ekonomika sklouznout do deflace, která ji mohla citelně oslabit. Bohužel pro úplné ukotvení názoru nemám potřebné informace, které budou k dispozici až několik let po opuštění kurzového závazku. Celkově samotné opuštění kurzového závazku, jeho následný vývoj a jeho vliv na českou ekonomiku bude velmi důležitý pro konečné hodnocení, a proto jsem sám zvědavý, co nás v nadcházejícím období čeká.

## Seznam literatury

Česká národní banka: Zpráva o inflaci III/2009. CNB.cz [online]. 13. srpna 2009. [cit. 18. 10. 2015]. ISSN 1803-2400. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

Česká národní banka: Zpráva o inflaci III/2013. CNB.cz [online]. 8. srpna 2013. ISSN 1804-2457. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

Česká národní banka: Zpráva o inflaci IV/2013. CNB.cz [online]. 14. listopadu 2013. ISSN 1804-2457. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

Česká národní banka: Zpráva o inflaci II/2014. CNB.cz [online]. 15. května 2014. ISSN 1804-2457. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

Česká národní banka: Zpráva o inflaci IV/2014. CNB.cz [online]. 13. listopadu 2014. ISSN 1804-2457. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

Česká národní banka: Zpráva o inflaci II/2015. CNB.cz [online]. 14. května 2015. ISSN 1804-2457. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

Česká národní banka: Zpráva o inflaci IV/2015. CNB.cz [online]. 12. listopadu 2015. ISSN 1804-2457. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/](https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/)>

FRAIT, J. *Měnová politika v období velmi nízké inflace*. CNB.cz [online]. 19. června 2003. [cit. 20. 9. 2015]. Dostupný z URL:< [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/frait\\_200306\\_deflace\\_text.pdf](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/frait_200306_deflace_text.pdf) >

HOLUB, T. a KRÁL, P. *Deflace byla hrozbou*. CNB.cz [online]. 13. prosince 2013. [cit. 25. 9. 2015]. Dostupný z URL:< [http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2013/cl\\_13\\_131203\\_holub\\_kral\\_ln.html](http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2013/cl_13_131203_holub_kral_ln.html) >

HORSKÁ, H. *Jak vyřešit problém deflace? – Příklad Japonska*. [online]. květen 2015. [cit. 15. 10. 2015]. Dostupný z URL:< <http://www.ieep.cz/editor/assets/working-papers/wp0502.pdf>>

KLAUS, V. *Byla deflace opravdu hrozbou?*. Praha: Institut Václava Klause, 2014. 44 s. ISBN 978-80-87806-04-3.

KLIKOVÁ, C. *Hospodářská politika*. Ostrava: Sokrates, 2012. ISBN 978-80-86572-76-5.



KRÁL, P., HOLUB, T. a FRANTA, M. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR*. [online]. září 2014. [cit. 18. 12. 2015]. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum\\_publicace/rpn/download/rpn\\_3\\_2014\\_cz.pdf](https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf). >

Mezinárodní měnový fond: Czech Republic — 2013 Article IV Consultation Concluding Statement [online]. září 2013, Dostupný z URL:< <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2013/cr13242.pdf>>

REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.

SVENSSON, L. *The zero bound in an open economy: a foolproof way of escaping from a liquidity trap*. [online]. 2000. Dostupný z URL:< <http://www.nber.org/papers/w7957.pdf>. >

TOMŠÍK, V. a MANDEL, M. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. Praha: Management Press, s.r.o., 2008. ISBN 978-80-7261-185-0

TOMŠÍK, V. a Vlček, J. *Devizové intervence a jejich konzistence s cílováním inflace*. CNB.cz [online]. 15. března 2015. Dostupný z URL:< [https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/clanky\\_rozhovory/media\\_2015/cl\\_15\\_150317\\_tomsik\\_bankovnictvi.html](https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/clanky_rozhovory/media_2015/cl_15_150317_tomsik_bankovnictvi.html) >

WROBLOWSKÝ, T. *Past likvidity, Keynesuv efekt a fiskální stimulace jako lék na současnou krizi*. Kvf.vse.cz [online]. 3. dubna 2009. [cit. 20. 9. 2015]. Dostupné z URL:< [http://kvf.vse.cz/storage/1239811823\\_sb\\_wroblowsky.pdf](http://kvf.vse.cz/storage/1239811823_sb_wroblowsky.pdf) >

## Seznam obrázků

Obr. 1 Ceny akcií (TOPIX), ceny pozemků a nominální HDP Japonska.....	10
Obr. 2 Monetární expanze v pasti likvidity .....	13
Obr. 3 Průměrná roční inflace ve Švýcarsku, 2008-2015 (%) .....	17
Obr. 4 Meziroční vývoj HDP (v%).....	19
Obr. 5 Meziroční inflace a inflační cíl ČNB .....	20
Obr. 6 Měnověpolitické sazby od roku 2009 (v %) .....	21
Obr. 7 Vývoj kurzu CZK/EUR .....	23
Obr. 8 Spotové operace a devizové rezervy ČNB, 2013-2016 (v mil. EUR) .....	24
Obr. 9 Celková inflace ČR, 2009-2015 (v %).....	25
Obr. 10 3M PRIBOR, 2009-2015 (v %) .....	26
Obr. 11 Prognóza vývoje reálného HDP, 2009-2015 (v %) .....	27
Obr. 12 Struktura meziročního růstu HDP, 2013-2015 (v %) .....	28
Obr. 13 Míra nezaměstnanosti, 2011-2015 (v %) .....	29

## ANOTAČNÍ ZÁZNAM

AUTOR	Vít Čermák		
STUDIJNÍ OBOR	6208R163 Podniková ekonomika a finanční management		
NÁZEV PRÁCE	Měnové intervence ČNB		
VEDOUCÍ PRÁCE			
KATEDRA	KE - Katedra ekonomie	ROK ODEVZDÁNÍ	2016
POČET STRAN	34		
POČET OBRÁZKŮ	13		
POČET TABULEK	0		
POČET PŘÍLOH	0		
STRUČNÝ POPIS	<p>Tématem této práce je měnová politika centrální banky v situaci dosažení nulové hranice úrokových sazeb a problémy, které jsou spojeny s deflací.</p> <p>Cílem práce je analyzovat rozhodnutí České národní banky z listopadu roku 2013 o využití měnových intervencí jako nestandardního nástroje měnové politiky za účelem oslabení domácí měny.</p> <p>V práci je shrnuta ekonomická situace České republiky, která předcházela rozhodnutí ČNB. Dále jsou popsány důvody, proč se ČNB rozhodla využít kurzový závazek spolu s devizovými intervencemi. V závěru práce je zhodnocení průběhu devizových intervencí a jejich vliv na vybrané ekonomické ukazatele mezi lety 2013 a 2015.</p>		
KLÍČOVÁ SLOVA	Česká národní banka, devizové intervence, deflace, měnová politika, nulová hranice úrokových sazeb		
PRÁCE OBSAHUJE UTAJENÉ ČÁSTI: Ne			

## ANNOTATION

<b>AUTHOR</b>	Vit Cermak		
<b>FIELD</b>	6208R163 Business Management and Finance		
<b>THESIS TITLE</b>	Currency interventions of CNB		
<b>SUPERVISOR</b>			
<b>DEPARTMENT</b>	KE - Department of Economics	<b>YEAR</b>	2016
<b>NUMBER OF PAGES</b>	34		
<b>NUMBER OF PICTURES</b>	13		
<b>NUMBER OF TABLES</b>	0		
<b>NUMBER OF APPENDICES</b>	0		
<b>SUMMARY</b>	<p>The topic of this thesis is monetary policy in a situation of reaching zero lower bound of interest rates and problems connected to deflation.</p> <p>The goal of this thesis is to analyse the decision of the Czech national bank in November 2013 on/about usage of foreign-exchange intervention as an unconventional instrument of monetary policy in purpose of depreceasing of the domestic currency.</p> <p>In the thesis there is summarized the economic situation of the Czech republic, which had preceded to the decision of the CNB. As next there are described reasons why the CNB decided to use currency covenant with foreign-exchange interventions. In the finale part of the theses there is an evaluation of proces of foreign-exchange intervotions and their impact on selected economic indicator within years 2013 and 2015.</p>		
<b>KEY WORDS</b>	Czech national bank, foreign-exchange interventions, deflation, monetary policy, zero lower bound of interest rates		
<b>THIS IS INCLUDES UNDISCLOSED PARTS: No</b>			

