

Mendelova univerzita v Brně
Provozně ekonomická fakulta

Hodnocení vlivu devizových intervencí ČNB na českou ekonomiku

Bakalářská práce

Vedoucí práce:
prof. PhDr. Kamil Fuchs, CSc.

Vlasta Michlíčková

Brno 2016

Chtěla bych zde poděkovat vedoucímu práce panu prof. PhDr. Kamilu Fuchsovi, CSc. za odborné rady a připomínky k vypracování této bakalářské práce.

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že jsem tuto práci: **Hodnocení vlivu devizových intervencí ČNB na českou ekonomiku** vypracovala 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 vědoma, že se na moji práci vztahuje zákon č. 121/2000 Sb., autorský zákon, a že Mendelova univerzita v Brně má právo na uzavření licenční smlouvy a užití této práce jako školního díla podle § 60 odst. 1 Autorského zákona.

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

Brno dne 20. května 2016

.....

Abstract

MICHLÍČKOVÁ, Vlasta. *The evaluation of impact of the CNB's foreign exchange interventions on the Czech economy*. Bachelor thesis. Mendel university in Brno, 2016

This thesis deals with influence of the foreign exchange interventions that Czech national bank (CNB) has started since November 2013. The goal was to avert danger of deflation. In the theoretical part the attention is focused on monetary policy, inflation targeting and monetary policy instruments. The impacts of foreign exchange interventions are examined on the main economic indicators – the employment rate, income, GDP and inflation. The goals of central bank are studied and their fulfillment is monitored. The impact of interventions on the Czech economy is evaluated for years 2014 and 2015.

Key words

CNB, monetary policy, foreign exchange interventions, inflation, deflation, inflation targeting.

Abstrakt

MICHLÍČKOVÁ, Vlasta. *Hodnocení vlivu devizových intervencí ČNB na českou ekonomiku*. Bakalářská práce. Mendelova univerzita v Brně, 2016

Tato práce se zabývá vlivem devizových intervencí, které Česká národní banka (ČNB) zahájila v listopadu 2013 s cílem odvrácení nebezpečí deflace. V teoretické části je pozornost zaměřena na měnovou politiku, cílování inflace a na nástroje měnové politiky. Vliv devizových intervencí je posuzován na hlavních ekonomických ukazatelích – zaměstnanosti, důchodu, HDP a inflaci. Sledovány jsou rovněž cíle, na které se centrální banka zaměřovala, a jejich splnění. Hodnocení české ekonomiky po devizových intervencích se vztahuje na roky 2014 a 2015.

Klíčová slova

ČNB, měnová politika, devizové intervence, inflace, deflace, cílování inflace.

Obsah

1	Úvod	7
2	Cíl práce a metodika	8
2.1	Cíl práce	8
2.2	Metodika	8
3	Měnová politika ČNB	10
3.1	Transmisní mechanismy	10
3.2	Cíle měnové politiky	10
3.3	Cílování inflace	11
3.3.1	Důvody zavedení cílování inflace v ČR	12
3.3.2	Mechanismus cílování inflace	14
3.4	Nástroje měnové politiky	16
3.4.1	Operace na volném trhu	16
3.4.2	Automatické a mimořádné facility	17
3.4.3	Povinné minimální rezervy	18
3.4.4	Devizové intervence	18
3.4.5	Historie devizových intervencí	21
3.5	Netradiční nástroje měnové politiky	22
3.6	Ovlivňování ekonomické aktivity monetární politikou	23
4	Devizové intervence ČNB	25
4.1	Průběh devizových intervencí	25
4.2	Názory na intervenci	26
4.2.1	Vyjádření mezinárodních organizací ke kurzovým intervencím	28
4.3	Důvody intervencí a ekonomická situace	28
4.3.1	Měnověpolitické sazby	28
4.3.2	Deflační tlaky a inflace	29
4.3.3	Hrubý domácí produkt	31
4.4	Prognóza	32
4.5	Sledované cíle intervencí	33
5	Hodnocení dopadů intervencí na ekonomiku	34
5.1	Nezaměstnanost a průměrná mzda	34
5.2	Hrubý domácí produkt	36
5.3	Inflace	38
6	Závěr	42
7	Literatura	44
	Seznam obrázků	48

OBSAH 6

Seznam zkratek 49

1 Úvod

Celý vyspělý ekonomický svět zasáhla v roce 2008 ekonomická krize. Období prosperity vystřídala nezaměstnanost, pokles hrubého domácího produktu a finanční nestabilita. Problém nastal rovněž kvůli poklesu cen. V ekonomikách řady zemí Evropské unie (EU) začaly v souvislosti s rozvojem krize působit deflační tlaky, které mnohdy mívají neblahý dopad na ekonomiku. Proto Česká národní banka (ČNB) a další evropské centrální banky začaly svou měnovou politikou bojovat s poklesem výkonosti nejprve tradičními nástroji měnové politiky jako například snižováním svých úrokových sazeb. Expanzivní politika měla podpořit ekonomickou aktivitu a potlačit deflační tlaky. Problém ovšem nastal v okamžiku, kdy se měnověpolitické sazby ocitly téměř na nule. Česká národní banka na tuto situaci reagovala v listopadu 2013 devizovými intervencemi na oslabení kurzu koruny na hodnotu 27 korun za euro. Tento kurz udržela ČNB pomocí dalších masivních intervencí na této hodnotě až doposud. Kurz koruny se tak stal dalším nástrojem měnové politiky. Cílem je i nadále měnová stabilita s inflačním cílem.

Z ekonomické praxe vyplývá, že oslabení kurzu měny má za následek posílení vývozu a zdražení dovozu, dále také by devizové intervence měly posílit inflační tlaky v ekonomice. To byl také hlavní důvod jejich uskutečnění.

Výběr tématu bakalářské práce podpořila jeho aktuálnost, protože zhodnocení dopadů intervencí si žádá určitý časový odstup. Nicméně celkové všestranné zhodnocení bude pravděpodobně možné až za několik let, neboť kurzový závazek ČNB i nadále pokračuje a ekonomika se nachází v růstové fázi.

2 Cíl práce a metodika

2.1 Cíl práce

Hlavním cílem této bakalářské práce je zhodnotit dopady devizových intervencí na českou ekonomiku a jejich vliv na výkonnost hospodářství. Tomuto cíli jsou přizpůsobeny další, dílčí cíle, pomocí kterých je dosaženo cíle hlavního. Výběr témat literární rešerše je uzpůsoben hlavnímu cíli a pro pochopení komplexní problematiky tématu. Cílem literární rešerše je popsat činnosti a možnosti ČNB v oblasti ovlivňování měnové politiky, cíle centrální banky a její nástroje. Část práce je věnována mechanismu cílování inflace a aspektům jejího používání. Dalším dílčím cílem je vysvětlit možnosti centrální banky v oblasti ovlivňování ekonomické aktivity.

Praktická část je věnována průběhu devizových intervencí a sledovaným cílům národní banky. Cílem praktické části je provést vyhodnocení vývoje hospodářství vzhledem k cílům, na které se ČNB zaměřovala. Jinak řečeno, úkolem je zjistit, jestli bylo dosaženo centrální bankou zamýšlených cílů. V případě splnění cílů je úkolem zjistit do jaké míry a s jakou efektivitou je naplněno očekávání ČNB. Při nesplnění cílů se pozornost přenesne na faktory, které tento neúspěch zapříčinily.

Dopady intervencí jsou sledovány na struktuře a růstu poptávky a na trhu práce. Dále se pozornost zaměří na odvrácení rizika deflace a plnění inflačního cíle. V souvislosti s vývojem hospodářství je také důležité identifikovat další faktory, které se na jeho vývoji podílely.

2.2 Metodika

Bakalářská práce zkoumá důsledky umělého oslabení koruny devizovými intervencemi, které ČNB začala používat v listopadu 2013. Zkoumá dopady změny kurzu na českou ekonomiku a její výkonnost.

Literární rešerše vychází z nastudovaných materiálů, zejména odborné literatury, odborných vědeckých článků a online zdrojů České národní banky a dalších webových zdrojů. Bylo využito českých i zahraničních zdrojů. Další část práce čerpá informace především z informačních serverů, webu ČNB, Českého statistického úřadu (ČSÚ) a dalších dokumentů. Potřebná data ke grafům byla převzata z ČSÚ a databáze časových řad ARAD.

Pro zpracování literární rešerše je použita především metoda deskripce. Jejím hlavním tématem je měnová politika České národní banky, velká část se věnuje cílování inflace a nástrojům měnové politiky, přičemž se soustředí na devizové intervence. Pozornost je také věnována nekonvenčním nástrojům měnové politiky, které se v období poslední hospodářské krize začaly používat. Popis fungování jednotlivých nástrojů měnové politiky hraje důležitou roli při pochopení a zpracování dalších částí práce.

Praktická část se soustředí na průběh devizových intervencí, na důvody a cíle, které ČNB sledovala. Součástí práce bude také nástin ekonomické situace České republiky v období krize před zahájením intervencí. Část práce se také věnuje názorům některých českých politiků a ekonomů na devizové intervence, které přináší pohled na problematiku z jiného úhlu. Část podkapitoly také tvoří vyjádření důležitých ekonomických institucí ohledně měnové politiky ČNB. Hlavní částí práce bude analýza vývoje jednotlivých makroekonomických ukazatelů v letech 2014 a 2015. K tomuto účelu bude využita metoda komparace. Srovnávat se budou skutečné naměřené ekonomické ukazatele s prognózovanými ukazateli nebo s hodnotami z minulých let. V závěru následně proběhne vyhodnocení stavu české ekonomiky po intervencích, kdy bude využita metoda syntézy.

3 Měnová politika ČNB

Měnová neboli monetární politika je proces, ve kterém se centrální banka prostřednictvím svých nástrojů snaží o dosažení předem stanovených cílů. Spolu s fiskální politikou státu se podílí na hospodářské politice dané země v tržní ekonomice. Ve většině zemí je jejím cílem vnitřní a vnější měnová stabilita, která má zásadní vliv na celkovou makroekonomickou rovnováhu země (Revenda et al., 2012, s. 320).

Kromě toho má měnová politika vliv v oblasti regulace bankovního sektoru – ovlivňuje objem poskytovaných bankovních úvěrů, což přímo souvisí s tvorbou peněz a měnovou rovnováhou (Revenda et al., 2012). Význam měnové politiky spočívá tedy v udržení měnové stability, která v tržní ekonomice nastává v situaci, kdy se „skutečné“ množství peněz v oběhu rovná „ekonomicky potřebnému“ množství peněz v oběhu (Revenda, 2011, s. 79-80).

3.1 Transmisní mechanismy

Transmisní mechanismus měnové politiky bývá vysvětlován jako řada na sebe navazujících ekonomických vztahů (vazeb), který umožňuje centrální bance naplnění cílů měnové politiky. Jinak řečeno transmisní mechanismus umožňuje, aby se změny měnověpolitických nástrojů promítly ve změnách inflace, které centrální banka požaduje (Mandel a Tomšík, 2008).

Formou transmisního mechanismu, kterou zvolila Česká národní banka, je politika cílování inflace. Snaha o udržení inflace v určitém flukтуаčním pásmu probíhá prostřednictvím dvou kanálů. První kanál zahrnuje stanovení inflačního cíle, kterým se národní banka snaží ovlivňovat inflační očekávání ekonomických subjektů (Revenda et al., 2012, s. 324). Druhý kanál je tzv. úrokový, na jehož začátku stojí změna úrokové sazby. Zvýšení nebo snížení krátkodobé úrokové sazby (ČNB používá především repo sazbu) má nejprve za následek zvýšení či snížení úrokových sazeb na mezibankovním trhu. Tato změna se promítá do nastavení úrokových sazeb jednotlivých obchodních bank pro poskytování úvěrů a ukládání peněžních prostředků. Od snižování úrokových měr se očekává, že povede k oživení investiční aktivity, protože ekonomické subjekty si více půjčují peníze, které kromě spotřebních výdajů pokrývají investiční projekty. Při růstu úvěrování se samozřejmě zvýší množství peněz v oběhu a následně pak dochází k růstu cenové hladiny. Naopak zvyšování úrokové sazby povede k ochabnutí investiční aktivity a k oslabení tlaků na růst cenové hladiny (ČNB, Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky?, 2003–2016).

3.2 Cíle měnové politiky

Hlavní cíl měnové politiky České národní banky je právně stanoven v článku 98 Ústavy ČR a zákona č. 6/1993 Sb., o České národní bance (§ 2). „*Hlavním cílem*

činnosti České národní banky je péče o cenovou stabilitu.“ Jinak řečeno zajišťuje stabilitu kupní síly domácí měny. Česká národní banka dále pečuje o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému v České republice (Revenda et al., 2012, s. 321). Finanční stabilita se rozlišuje na vnitřní, což znamená stabilní cenová hladina, a vnější, která představuje stabilní hodnotu kurzu domácí měny.

„Pokud tím není dotčen její hlavní cíl, Česká národní banka podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.“ Dalšími cíli centrální banky mohou být podpora ekonomického růstu, podpora zaměstnanosti nebo rovnováha platební bilance. Historické zkušenosti však ukazují, že centrální banka není krátkodobě schopna sledovat více hlavních cílů najednou. Pokud si centrální banka zvolí více jak jeden hlavní cíl, krátkodobě může nastat vzájemná nekompatibilita zvolených cílů. Z tohoto důvodu si centrální banka stanoví pouze jeden hlavní cíl, na kterém důsledně trvá (Revenda et al., 2012, s. 321–322).

3.3 Cílování inflace

Centrální banka naplňuje své cíle prostřednictvím měnověpolitických režimů. Rozlišuje čtyři základní režimy měnové politiky – režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnové zásoby, cílování měnového kurzu a cílování inflace (ČNB, Cílování inflace v ČR, 2003–2016).

V režimu s implicitní nominální kotvou se centrální banka zaměřuje na cílování určité veličiny, kterou stanoví pouze interně, nedochází k jejímu explicitnímu zveřejnění. Nezbytným rysem tohoto režimu je důvěryhodnost centrální banky u veřejnosti (Černohorský, 2011, s. 54).

U cílování měnové zásoby se centrální banka soustřeďuje na vývoj peněžních agregátů, nejčastěji M1 nebo M2. Tento režim vychází z poznatku, že růst cen je dlouhodobě vyvolán množstvím peněz v oběhu. Otázkou však je, jaký peněžní agregát zvolit, aby jej centrální banka byla schopna regulovat s uspokojivou precizností (Černohorský, 2011, s. 54).

Cílování měnového kurzu probíhá prostřednictvím změn měnověpolitických úrokových sazeb a devizovými intervencemi. Cílem je stabilita měnového domácího kurzu vůči zahraniční měně nebo koši zahraničních měn. Smyslem cílování měnového kurzu je docílit cenové stability, která je v zemích, vůči kterým se kurz cíluje (Černohorský, 2011, s. 55). ČNB v roce 1998 přestoupila z režimu cílování měnového kurzu na tzv. přímé cílování inflace, což v praxi znamená explicitní stanovení inflačního cíle, který by měl ovlivňovat inflační očekávání tržních subjektů. Plnění tohoto cíle probíhá prostřednictvím řízení krátkodobé úrokové sazby centrální banky, nejčastěji repo sazby, kterou si centrální banka sama stanovuje (Revenda et al., 2012, s. 345).

Úroková míra tedy hraje při cílování inflace roli operativního kritéria. Operativní kritérium může centrální banka kontrolovat ve velkém rozsahu použitím svých měnověpolitických nástrojů. V současnosti mezi centrálními bankami panuje shoda

ohledně vhodnosti krátkodobé úrokové míry jako operativního kritéria (Bindseil, 2004).

Obecně se u dosahování stability centrální banka snaží působit operativním kritériem na zprostředkující kritérium. Toto kritérium může kontrolovat s rozumným časovým zpožděním, relativně dobrou přesností a poměrně stabilním nebo alespoň předvídatelným vztahem mezi konečným cílem měnové politiky. Typickým zprostředkujícím cílem byl měnový agregát M1, M3, směnný kurz nebo nějaká střední až dlouhodobá úroková míra. Předpokládá se, že zprostředkující kritérium může být řízeno nebo alespoň výrazným způsobem ovlivňováno operativním kritériem. Centrální banky v posledních letech vzhledem k přechodu k režimu cílování inflace upouštějí od používání zprostředkujícího kritéria (Bindseil, 2004).

Konečným cílem měnové politiky je kvantifikovaná míra inflace ve střednědobém časovém horizontu, přičemž dopady různých měnových opatření na skutečnou míru inflace nejsou zcela jisté (Reveda, 2011, s. 198).

Ačkoliv se na první pohled může zdát, že inflační cíl není v souladu s cílem cenové stability, opak je pravdou. Cenová stabilita je totiž definovaná jako mírný růst cenové hladiny. Většina ekonomů se shoduje na tom, že cílová hodnota 2 % představuje prakticky minimální růst cen. Důvod je ten, že cenové indexy nepočítají s růstem kvality výrobků a služeb. Odhaduje se, že nadhodnocení inflace činí kolem 1,5 procentního bodu. Cílová hodnota míry inflace ve výši 2 % se tedy rovná téměř nule. Taková míra inflace již nehraje žádnou roli při rozhodování ekonomických subjektů. Navíc s klesající mírou inflace klesá i její celková variabilita, která je rovněž důležitou vlastností stabilního ekonomického prostředí (Reveda, 2011, s. 201).

Na rozdíl od cílování měnového kurzu, cílování inflace umožňuje měnové politice zaměřit se na vnitřní faktory ekonomiky a reagovat na šoky v domácí ekonomice. Klíčovou vlastností strategie cílování inflace je její srozumitelnost pro veřejnost a tím pádem i její srozumitelnost. Centrální banka se na inflační cíl může zaměřit dlouhodobě, na rozdíl od další možných cílů – výkon ekonomiky, nízká nezaměstnanost, zlepšování konkurenceschopnosti (Mishkin, 2000).

Podle Koderové (2011, s. 222) se většina nových keynesiánců shoduje na tom, že při režimu cílování inflace je vhodné používat plovoucí měnový kurz. Jeho používání vytváří podmínky pro zvýšení efektivnosti měnové politiky. V případě malých otevřených ekonomik, jako je Česká republika, by měla centrální banka také zvažovat při stanovení inflačního cíle vývoj měnového kurzu.

3.3.1 Důvody zavedení cílování inflace v ČR

Česká národní banka přistoupila k režimu cílení inflace na konci roku 1997, kdy se česká měna ocitla souhrou několika různých faktorů v krizi. Před rokem 1997 se zde prosazovala měnová politika cílení peněžní zásoby a pevného měnového kurzu. Kvůli přestupu z pevného měnového kurzu na volný, ztratila měnová politika svou dosavadní kotvu v podobě měnového kurzu. K podobným zhroucením měnových kurzů došlo také v několika evropských zemích, například v roce 1993 ve Finsku a Švédsku.

Tyto země také musely opustit fixní měnový kurz a zavedly cílování inflace, které vzhledem k cílům bylo úspěšné (Jílek, 2013, s. 279.)

Kromě toho byla také vážným důvodem pro zavedení cílení inflace dlouhodobá vysoká setrvačná inflace v předešlých letech. V 90. letech se s inflací potýkala většina ekonomik procházejících transformačním procesem. Od poloviny roku 1997 došlo k výraznému zrychlení inflačních tlaků a nárůstu cenových indexů. V březnu roku 1998 se index spotřebitelských cen vyšplhal na hodnotu 13,4 %. Mnohem hůř na tom byla inflační očekávání pro konec roku, která se odhadovala až na 15–16 %. Přechod k cílování inflace byl tedy spojován se snahou zabránit setrvačné a vysoké inflaci a účinně tak prosazovat cenovou stabilitu (Jílek, 2013, s. 279).

Systém cílování inflace byl podle autorů Hrnčíře a Šmídkové (1998 a 2000, cit. podle Mandel a Tomšík, 2008, s. 258) zaveden z několika důvodů:

- monetaristický transmisní mechanismus provází celá řada problémů. U monetaristického transmisního mechanismu jde v podstatě o ovlivňování měnové báze pomocí operací na měnovém trhu, což ovlivní peněžní zásobu. Cílem je ovlivnit průměrnou inflaci v dlouhém období. Problémem tohoto režimu je nestabilita peněžního multiplikátoru a důchodové rychlosti peněz a nejasný vztah měnových agregátů k inflaci,
- centrální banka nemůže vzhledem k počtu svých účinných nástrojů (tzn. jednoho – operace na volném trhu) sledovat více než jeden cíl – vnitřní cenovou stabilitu,
- jedná se o vysoce transparentní systém, který může účinně ovlivňovat inflační očekávání veřejnosti a stabilizovat úrokové sazby,
- vysoká inflace vede k nežádoucím procesům jako přerozdělování důchodu a bohatství,
- nízká inflace umožňuje maximalizovat tempo růstu HDP v dlouhém období,
- vyšší inflace a následně vyšší nominální úrokové sazby jsou příčinou nerovnováh v oblasti platební bilance,
- cílování inflace bylo nutností ke splnění maastrichtského inflačního kritéria, které bylo nutností pro zapojení České republiky do Evropské měnové unie.

Vyšší a nestabilní inflace způsobuje v ekonomickém systému řadu problémů. Její přítomnost se značně negativně projevuje v dynamice hospodářského růstu. Zásadním nedostatkem vysoké inflace je dle ČNB (Úloha měnové politiky, 2003–2016), že:

- znehodnocuje příjmy a úspory,
- má za následek vyšší nominální úrokové sazby,
- způsobuje vyšší proměnlivost inflace, což dále zvyšuje její náklady,

- zvyšuje nejistotu ohledně budoucích relativních cen a o cenové hladině, to se promítá do očekávání domácích a zahraničních finančních trhů, které požadují vyšší rizikovou prémii jako kompenzaci za vyšší nejistotu,
- investoři se zaměřují spíše více na krátkodobé finanční investice (spekulace) a méně na dlouhodobé investiční projekty.

3.3.2 Mechanismus cílování inflace

Hodnoty cílové míry inflace stanovuje a vyhláší centrální banka na určité časové období. ČNB se v březnu 2007 zavázala plnit nový inflační cíl ve výši 2 % s tím, že se skutečná míra inflace nebude odchylovat od cíle o více než jeden procentní bod na obě strany. Tento cíl platí od ledna 2010 až doposud (ČNB, Cílování inflace v ČR, 2003–2016).

Centrální banka bere za své stanovené cíle plnou odpovědnost a usiluje o důvěryhodnost u veřejnosti a stabilitu ekonomického systému. Důvěryhodnost (kredibilita) hraje při cílování důležitou roli. Podle Chromce (2006) je ovlivňována transparentností a schopností centrální banky dlouhodobě a úspěšně plnit svůj stanovený cíl. Důvěryhodnost působí na inflační očekávání ekonomických subjektů, a je tak důležitá pro udržení nízké inflace v případě cíle cenové stability.

Cílování inflace je založeno na principu vícerovnicového simulačního modelu, ve kterém jsou proměnné určovány na základě mikroekonomického teoretického zdůvodnění, expertních odhadů zkušeností ze zahraničí apod. Následuje proces postupných úprav hodnot proměnných na základě historických dat. Cílem je najít model, který bude nejlépe popisovat minulý vývoj prognózovaných veličin. Model je založen na naprosté endogenitě měnové báze a peněz (lépe řečeno tyto veličiny v modelu nejsou vůbec přítomny), na různých inflačních očekáváních tržních subjektů (část z nich uvažuje racionálně a část se přizpůsobuje) a na produkční mezeře, jako rozdílu mezi poptávaným a rovnovážným produktem (Revenda et al., 2012, s. 346).

Dle Mandela a Tomšíka (2008, s. 259) lze cílování inflace vyjádřit pomocí dvou rovnic v redukované formě:

– reakční funkce centrální banky

$$repo_t = f_1 \left[P_t(p_{t+1}) - p_{t+1}^T \right], \quad (1)$$

kde p_{t+1}^T – inflační cíle centrální banky v čase $t + 1$,
 $P_t(p_{t+1})$ – inflační prognóza v čase t na čas $t + 1$,
 $repo_t$ – změna operativní úrokové sazby (REPO) v čase t .

– inflační prognózy

$$P_t(p_{t+1}) = f_2(x_{t,1} \dots x_{t,n}), \quad (2)$$

kde $x_{t,1} \dots x_{t,n}$ – vysvětlující proměnné v inflační prognóze.

Z těchto dvou funkčních vztahů vyplývá, že proces cílování inflace obsahuje následující systémové složky:

- stanovení inflačního cíle,
- tvorbu podmíněných inflačních prognóz,
- operativní řízení pomocí krátkodobé úrokové sazby centrální banky, tedy repo sazby (Mandel, Tomšík, 2008, s. 259).

Na začátku stojí rozhodnutí centrální banky, jaký cenový index bude používán pro výpočet inflace. Nejčastěji to bývá index spotřebitelských cen (CPI). Cenové indexy se pro potřeby cílování inflace mohou dále očišťovat, tzn., že se z nich vyřadí určité statky. Důvody k očišťování mohou být různé, například ceny některých statků a služeb silně ovlivňují cyklické a sezónní vlivy. Může se jednat o ceny zemědělských produktů. Problémy nastávají rovněž i u cen hypotečních úvěrů, kdy při restriktivní měnové politice rostou úrokové sazby, nebo s cenami produktů, které jsou státem regulovány. Výsledkem tohoto procesu je pak „čistá inflace“.

V systému stanovení inflačního cíle existují výjimky z plnění inflačního cíle, inflace se pak může nacházet mimo inflační cíl. Výslovně jsou uvedeny případy, kdy centrální banka není zavázána inflační cíl plnit. Konkrétně se jedná o cenové šoky na světových trzích s komoditami, živelné pohromy, změny měnových kurzů, změny daňového systému apod. Vymezení těchto výjimek umožňuje centrální bance pružněji reagovat svými opatřeními. Pro centrální banku jsou tyto výjimky efektivnější, protože by případná restriktivní politika v podobě změn úrokové míry zaměřená na dosažení inflačního cíle byla příliš nákladná a mohla by vést k nežádoucí destabilizaci ekonomiky (Mandel a Tomšík, 2008, s. 260).

Mezi změnou měnověpolitického nástroje a jeho nejvýraznějšího dopadu na inflaci se vyskytuje určité časové zpoždění. Vzhledem k časovému zpoždění mezi změnou nastavení měnověpolitických nástrojů a jejichmi důsledky v ekonomice se může měnit nepředvídatelným způsobem. Z toho důvodu se rozhodování ČNB řídí především prognózou budoucího vývoje, nikoli podle momentálního stavu. Na jejich základě přijímá centrální banka měnověpolitická rozhodnutí pro nastavení úrokových sazeb za účelem ovlivnění inflace směrem ke stanovenému cíli. Pokud ČNB provede změnu úrokových sazeb, budou mít tyto změny největší dopad na inflaci přibližně až za 12–18 měsíců. Nicméně měnová politika může také brát v úvahu vývoj před tímto časovým obdobím i po něm (ČNB, Měnová politika ČNB, 2003–2016).

Prognóza budoucí inflace se stanovuje s ohledem na minulý vývoj, momentální stav inflace a také na předpokládaný vývoj některých ekonomických veličin. Prognóza reprezentuje nejpravděpodobnější budoucí vývoj inflace a dalších ekonomických ukazatelů. Z prognózy pak dále vychází konkrétní opatření měnové politiky (ČNB, 2008).

Režim cílování inflace je používán drtivou většinou evropských států. Nicméně cílování inflace, jako každý měnový režim, má svoje klady a zápory. K nejčastějším výtkám tohoto režimu patří podle Mishkina (2000) jeho nepružnost, umožnění

nadměrné volnosti, potenciál zvýšit výkonovou nestabilitu a snižování ekonomického růstu. Další nevýhodou je, že se banka může stát v očích veřejnosti nezodpovědná, protože míra inflace je těžko kontrolovatelná a existují velké časové mezery mezi použitím měnověpolitického nástroje a výsledné míry inflace.

3.4 Nástroje měnové politiky

Nástroje měnové politiky umožňují centrální bance plnit cíle své měnové politiky. Obvykle se centrální banky prostřednictvím těchto nástrojů snaží působit na operativní kritérium, které ovlivňuje zprostředkující kritéria a tím i cíle měnové politiky. Důležitou roli při rozhodování a při volbě nástrojů centrální banky hraje její samostatnost a nezávislost na vládě.

Nástroje měnové politiky se nejčastěji dělí podle jejich dopadu na bankovní systém. Jedná se o přímé a nepřímé nástroje. Za přímé (administrativní) lze považovat takové, které silně regulují fungování bankovního systému, a omezují tak podnikatelskou nezávislost obchodních bank. Přímé nástroje se v tržní ekonomice používají co nejméně. V prostředí silné tržní nerovnováhy může být centrální banka nucena tyto nástroje použít. Patří mezi ně limity úvěru bank, limity úrokových sazeb bank a povinné vklady.

Nepřímé, neboli tržní, naopak působí na bankovní systém plošně. Mezi tyto nástroje se řadí operace na volném trhu, diskontní nástroje, kurzové intervence a změny míry povinných minimálních rezerv (PMR). Kromě uvedených nástrojů existují další nástroje, které může centrální banka použít k regulaci bankovního trhu. Patří sem pravidla likvidity, doporučení, výzvy a dohody.

Většina centrálních bank pro plnění svých cílů používá nastavování měnověpolitické úrokové míry pomocí operací na volném trhu. Používání měnověpolitických úrokových měr se stalo hlavním nástrojem při režimu cílování inflace. Kromě nich používají centrální banky i další nástroje (Polouček a kol. 2013, s. 50).

3.4.1 Operace na volném trhu

Operacemi na volném trhu se rozumí nákupy nebo prodeje vládních cenných papírů centrální bankou komerčním a dalším bankám v domácí měně. Cílem je usměrňovat vývoj krátkodobé úrokové míry nebo regulace rezerv bank. Oproti ostatním nepřímým nástrojům jsou operace na volném trhu účinnější, a proto se také řadí mezi ty nejpoužívanější (Revenda, 2011, s. 221).

ČNB provádí operace na volném trhu nejčastěji ve formě repo operací. Lze je členit dle jejich cíle a pravidelnosti na hlavní měnový nástroj, doplňkový měnový nástroj a na nástroje jemného ladění.

Hlavní měnový nástroj má podobu repo operací uskutečňovaných pomocí tendrů - ČNB přijímá od bank přebytečnou likviditu a výměnou předává cenné papíry. V podstatě se jedná o úvěr se zajištěním převodem cenných papírů. Centrální i obchodní banka se zavázou, že po uplynutí doby splatnosti proběhne vratná ope-

race, kdy centrální banka v roli dlužníka vrátí zapůjčený finanční obnos s příslušným úrokem a komerční banka vrátí zapůjčené cenné papíry. Tyto operace trvají zpravidla dva týdny, proto mluvíme o dvoutýdenní repo sazbě (2T repo sazba). Méně obvyklé jsou repo operace s platností kratší než 14 dní, které národní banka provádí na základě časových predikcí likvidity. Repo operace slouží zejména k odčerpávání přebytečné likvidity, kterou banky v současných podmínkách dlouhodobě disponují. Repo sazba má variabilní charakter. Vyhlášená dvoutýdenní repo sazba je stanovena jako maximální možná sazba, za kterou mohou komerční banky likviditu prodávat. Proces tendru probíhá americkou aukční metodou. Při této metodě ČNB v první řadě přijímá nabídky s nejnižší úrokovou sazbou, a to až do výše předpovídaného přebytku likvidity na daný den. V praxi se může stát, že poptávka komerčních bank přesahuje predikovaný přebytek likvidity. ČNB tuto skutečnost řeší tak, že nabídky za nejvyšší sazby buď zcela odmítne, nebo proporcionálně zkrátí. Repo tendr je vyhlašován třikrát do týdne a banky mohou do určité doby předávat své požadavky na objem a požadovanou výši úroku. Minimální objem cenných papírů je stanoven na 300 milionů Kč (ČNB, Měnověpolitické nástroje, 2003–2016).

Doplňkový měnový nástroj lze charakterizovat jako tříměsíční repo tendr. Proces probíhá stejně jako u dvoutýdenního repo tendru pouze s tím rozdílem, že ČNB přijímá likviditu na tři měsíce. Smyslem tohoto nástroje není ovlivňovat trh, ale jedná se o sazbu peněžního trhu aktuální v době vypsání tendru. V současné době se tento nástroj již nepoužívá (ČNB, Měnověpolitické nástroje, 2003–2016).

Poslední položkou jsou nástroje jemného ladění. Patří sem devizové operace a operace s cennými papíry. Používají se v situacích, kdy trh postihnou nečekané krátkodobé výkyvy v likviditě a je ohrožena stabilita vývoje úrokových sazeb. ČNB tyto nástroje v praxi využívá zcela mimořádně (ČNB, Měnověpolitické nástroje, 2003–2016).

3.4.2 Automatické a mimořádné facility

Dalším nástrojem, kterým centrální banka ovlivňuje krátkodobou úrokovou míru, jsou automatické facility. Obchodní banky ukládají vklady u centrální banky přes noc, nebo naopak přes noc čerpají úvěry.

Banky mají povinnost si u centrální banky ukládat část svých rezerv v podobě povinných minimálních rezerv a také kvůli zajištění hladkého průběhu mezibankovního platebního styku. Banky mezi sebou provádí obchody a může se stát, že v průběhu dne bude na účtu příslušné banky množství finančních prostředků menší než zamýšlená platba druhé bance. Banka výměnou za cenné papíry může získat bezúročný tzv. vnitrodenní úvěr. Na konci dne mohou mít banky na účtech přebytek finančních prostředků a jiné naopak nedostatek (Revenda et al., 2012, s. 232). Podle situace rozlišujeme dvě automatické facility – depozitní a marginální zápujční facility.

Depozitní facility je spojena s možností obchodních bank si u centrální banky přes noc uložit volné peníze. Banka přijímá vklady s dolní hranicí 10 mil. Kč. Tyto

vklady bývají dobrovolné, bez zajištění a obvykle se úročí diskontní sazbou. Diskontní sazba proto vymezuje dolní hranici pro pohyb krátkodobých mezibankovních úrokových sazeb na peněžním trhu (ČNB, Měnověpolitické nástroje, 2003–2016).

Marginální zápůjční facility slouží pro případy, kdy banky během dne nesplatily úvěry od centrální banky. Slouží pro banky, které mají s ČNB uzavřenou rámcovou smlouvu. Tyto banky si pak mohou přes noc půjčit formou repo operace potřebnou likviditu, nejméně však 10 mil. Kč. Tyto úvěry centrální banka úročí lombardní sazbou, ale vzhledem k tomu, že banky mají přebytek volné likvidity, banky této možnosti využívají minimálně. Lombardní sazba tedy vymezuje horní hranici pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na trhu s penězi. ČNB má právo dočasně omezit nebo i přerušit poskytování těchto úvěrů (ČNB, Měnověpolitické nástroje, 2003–2016).

Mimořádné facility byly zavedeny na podzim roku 2008 v době ekonomické krize. Jedná se o mimořádné dodávací repo operace se splatností dva týdny a tři měsíce a jejich cílem je podpora domácího finančního trhu se státními dluhopisy. Tříměsíční mimořádná facility byla již zrušena a funguje pouze repo operace se splatností dva týdny (ČNB, Měnověpolitické nástroje, 2003–2016).

3.4.3 Povinné minimální rezervy

Obchodní banky mají povinnost ukládat část z vkladů u centrální banky. V současnosti slouží PMR spíše pro hladkost peněžního styku. Výše PMR je stanovena procentní sazbou z vkladů domácích nebankovních subjektů u obchodních bank. Sazba PMR je 2 % z primárních závazků bank. Rozhodující u PMR je jejich průměrný stav za určité období, počítaný zpětně ze zůstatků. Banky tedy nemusí mít minimální rezervy uložené u ČNB celou dobu a mohou manipulovat s prostředky z rezerv během dne. Úročí se dvoutýdenní repo sazbou.

Povinné minimální rezervy slouží k ovlivňování množství peněžních prostředků v ekonomice. Jejich výše nedopadá přímo na měnovou bázi ani na krátkodobou úrokovou míru.

3.4.4 Devizové intervence

Cílem devizových intervencí bývá obvykle ovlivnění měnového kurzu domácí měny. Hodnotu měnového kurzu představuje vztah mezi poptávkou a nabídkou domácí měny a zahraniční měny na devizovém trhu. Ovlivňování vztahu centrální bankou mezi poptávkou a nabídkou na devizových trzích vede ke změně rovnovážné ceny peněz, neboli měnového kurzu. Centrální banka provádí kurzové intervence nákupem nebo prodejem zahraničních měn za měnu domácí. Banka tyto operace nejčastěji provádí s komerčními a dalšími bankami, s pobočkami zahraničních bank nebo mimořádně s ostatními centrálními bankami. Všechny tyto obchody probíhají bezhotovostně, a pokud se jedná o volně směnitelnou měnu, mohou být intervence prováděny kromě domácího i na zahraničních trzích (Revenda, 2011, s. 240). Nákupem nebo prodejem měny dochází ke změně množství peněz v ekonomice.

Umělé podhodnocení měny se provádí nákupem deviz a prodejem domácí měny. U nesterilizovaných intervencí (viz dále) pak následně stoupne množství peněz v oběhu, což se poté může projevit v růstu cen a inflaci. Nicméně vliv devizových intervencí na cenovou hladinu není jistý, neboť vždy záleží na dalších okolnostech. Dopady změny kurzu jsou podrobněji popsány v praktické části v kapitole o sledovaných cílech intervencí.

Existují dva možné kanály, kterými mohou intervence ovlivnit devizový kurz. Kromě klasického nákupu nebo prodeje měny lze využít i očekávání ekonomických subjektů. Banka zveřejní informaci, že provádí nebo plánuje provádět intervence, například aby posílila měnu. Za určitých podmínek může tato informace způsobit to, že spekulanti budou očekávat zvýšení ceny měny v budoucnosti. Spekulanti tedy budou reagovat tím, že nakoupí měnu dnes, a způsobí tím změnu ve směnném kurzu (Dominguez a Frankel, 1993).

K ovlivňování kurzu může docházet i nepřímo, a to důsledkem změn úrokových sazeb centrální banky. Růst sazeb má za následek přísun zahraničního kapitálu a pokles k přesměrování zahraničního kapitálu ze země (Revenda et al., 2012, s. 234).

Uplatňování devizových intervencí je spojeno s režimem měnového kurzu, který centrální banka používá. V zemích, kde se uplatňuje fixní systém měnového kurzu, jsou intervence nezbytné, a tedy v zásadě neustálé. Naopak jedná-li se o systém měnového kurzu s volným pohybem, resp. s širším pásmem fluktuace měnového kurzu, klesá nutnost a častost intervencí. Například v systému čistého floatingu bývají intervence zcela výjimečné (Revenda, 2011, s. 240).

Centrální banka může provést oslabení domácí měny na jakoukoliv úroveň tím, že nakoupí cizí měnu za měnu domácí. K posílení domácí měny může dojít pouze omezeně. Dochází k tomu prodejem cizí měny za domácí měnu. Centrální banka tedy může posilovat korunu prodejem nejvýše do úplného vyčerpání devizových rezerv (Jílek, 2013, s. 391).

Devizové intervence bývají poměrně finančně objemné, což vede ke značné změně množství likvidity domácí měny. Z tohoto důvodu jsou devizové intervence často spjaty s další operací, která zajistí vrácení objemu likvidity do původního stavu před intervencí. Jinak hrozí, že dojde k nežádoucí změně úrokových měr. Pro intervence na posílení, nebo oslabení koruny a současnou další operaci, která vrací likviditu do původního objemu, se používá pojem sterilizovaná intervence (Jílek, 2013, s. 392).

Sterilizace se uskutečňuje nejčastěji nějakou operací na volném trhu. Centrální banka nakupuje devizy a současně prodává cenné papíry za domácí měnu, tím pádem snižuje rezervy bank na původní úroveň. Opačný proces se děje při prodeji deviz, kdy centrální banka nakupuje cenné papíry (Revenda et al., 2012, s. 234).

Centrální banky doplňují své devizové zdroje pomocí swapových operací. Některé centrální banky mohou mít mezi sebou navzájem dohodnuty devizové swapy, neboli likvidní swapy centrální banky. Probíhají u nich pouze dvě platby, na začátku a na konci, kdy jsou obě měnové platby navýšeny o úroky. Výhodou je, že žádná strana devizového swapu nenese měnové riziko. V podstatě se nejedná o nástroj

devizových intervencí, neboť jimi lze ovlivňovat pouze likviditu centrálních bank (Jílek, 2013, s. 392).

Cílem devizových intervencí může být udržení měnového kurzu ve stanoveném pásmu při pevném fixním kurzu nebo zamezení nadměrného posilování či oslabování domácí měny. Dalším důvodem často bývá snaha o zabránění přílišného kolísání měnového kurzu v režimu plovoucího kurzu. Centrální banka by se měla zaměřit na stabilitu měnového kurzu v dlouhodobém trendu, tedy provádět intervence proti velkým výkyvům.

Centrální banka může intervenovat v případě, kdy je měnový kurz nestabilní. K tomu dochází například při prudké změně měnového kurzu, tzv. „přestřelení“. Za těchto okolností centrální banka může intervenovat s cílem udržet stabilitu měny a kurz korigovat zpět na rovnovážnou úroveň. Centrální banka tak jedná z důvodů měnové stability, protože pokud nerovnovážený měnový kurz trvá delší dobu, může vážně negativně ovlivnit inflaci a ekonomickou aktivitu (Jílek, 2013, s. 395).

Pro země s exportně orientovanou ekonomikou je výhodné mít domácí měnu co nejslabší. V případě, kdy měna oslabí, následuje obvykle posílení vývozu, zlepšení obchodní bilance a tvorba devizových rezerv. Pro ekonomiku je tedy výhodnější snižování úrokové míry a nákupem cizích deviz za domácí měnu záměrně oslabovat měnu. Na vládu navíc působí exportní podniky, pro které je vzhledem k dražšímu vývozu výhodné, aby byla měna co nejslabší. Některé země navíc mezi sebou soutěží a oslabují svou domácí měnu za účelem podpory vývozu. Tento stav se nazývá měnová válka nebo konkurenční devalvace (Jílek, 2013, s. 397).

Většina odborné veřejnosti je toho názoru, že oslabení kurzu domácí měny, které obecně zdraží dovoz produktů a zlevní vývoz produktů, může být přijatelný způsob ovlivňování hospodářské činnosti, například podpora exportu, podpora růstu HDP a zaměstnanosti. Někteří ekonomové naopak tvrdí, že oslabení měny nemá na vývoj exportu prakticky žádný vliv a způsobuje pouze inflaci a další oslabení. Nelze úplně jednoznačně říci, jak intervence obecně působí na chod ekonomiky. Záleží zde především na výchozích podmínkách a vlastnostech dané ekonomiky (Jílek, 2013, s. 397).

V případě, kdy devizové intervence vedou k oslabení měny a jejich cílem je podpora ekonomické aktivity, je nesmí doprovázet inflace. Takto vyvolaná inflace změnu ve jmenovitém kurzu znovu reálně vyrovná, a zruší tím příznivý účinek intervencí pro ekonomiku. Stává se tak, protože si zaměstnanci vyjednají zvýšení mezd, jako kompenzaci za dražší výrobky z dovozu. Výsledkem oslabení domácí měny je nastartování inflační spirála. Tento důsledek byl například zaznamenán v zemích Latinské Ameriky v minulých letech.

Ze zkušeností z minulých let také vyplývá, že výrazná devalvace měny je úspěšná a následuje ji ekonomický růst, pokud se ekonomika nachází ve výrazné recesi. V době krize totiž hospodářství disponuje značným množstvím nevyužitých zdrojů. Nicméně důsledky intervencí bývají jen těžko předvídatelné před jejich uskutečněním. Velmi často mimo jiné závisí na samotném objemu intervence. Velké objemy intervencí mají razantní dlouhodobý dopad na měnový kurz, avšak jejich účinnost se těžko

odhaduje, jelikož není možné predikovat, jak by se měnový kurz vyvíjel bez zásahu centrální banky (Jílek, 2013, s. 397–398).

3.4.5 Historie devizových intervencí

V minulosti ČNB prováděla devizové intervence pouze za účelem oslabení koruny a podpory vývozu nebo s cílem zabránit devalvaci. Největší měnové intervence probíhají zejména v obdobích krize. Například v květnu roku 1997 otrásl měnovým systémem měnové turbulence. Domácí subjekty nakupovaly cizí měny a zahraniční investoři české koruny prodávali. ČNB za účelem ochrany české koruny před prudkým oslabením nakoupila na měnovém trhu devizové rezervy ve výši 74,3 mld. Kč. Česká ekonomika se tehdy nacházela uvnitř transformačního procesu a byl uplatňovaný fixní kurz. Vzniklá nedůvěra v domácí měnu a spekulativní útoky vyústily až v rozhodnutí bankovní rady opustit fixní kurzový režim, který fungoval jako měnová kotva (Ptatscheková a Dittrichová, 2013, s. 63).

Další intervence na podporu koruny proběhly v období říjen až prosinec 1997, i přesto že se koruna nacházela v systému s plovoucím pásmem (Jílek, 2013, s. 406–407). Za oslabením koruny byl taktéž spekulativní útok. Tentýž rok přešla Česká národní banka na politiku přímého cílování inflace.

Intervence v dalších letech probíhaly v opačném směru s cílem oslabení měny. Od roku 1998 došlo k několika intervencím, jejichž záměrem byla podpora exportu. Postupně tak docházelo k růstu devizových rezerv. V březnu 1998 došlo k devizové intervenci kvůli prudce posilující koruně. Česká koruna po intervenci oslabila z 18,25 Kč za marku na hranici 19,49 Kč. Dále pak 14. července byla zahájena řada intervencí za účelem oslabení koruny, ale tento zásah neměl dlouhodobého trvání. V roce 1999 došlo k další intervenci. Krátce po zavedení eura byla Česká národní banka nucena intervenovat za účelem oslabení koruny z 35,67 korun za euro na hranici 36,62 korun za euro.

V roce 2000 proběhla další intervence na oslabení koruny a také v dalších letech 2001 a 2002, kdy koruna značně posilovala. Česká ekonomika se nacházela v období růstu, dlouhodobě udržovala nízkou inflaci a byla zajímavá pro investory. Po intervenci 25. října 2001 česká měna oslabila skoro o 50 haléřů na 33,78 za euro. V následujícím roce se česká koruna blížila k hranici 30 Kč za euro. Česká národní banka dvakrát zakročila, aby měnu oslabila, nicméně tyto kroky nebyly úspěšné. Mnohem účinnější byly nepřímé intervence, uskutečněné prostřednictvím razantní snížení úrokových měr. Avšak koruna posilovala i nadále a ČNB zakročila v podobě velmi objemných intervencí, při kterých nakoupila eura v přepočtu za 70 mld. korun. Poté se jí podařilo přímými i nepřímými intervencemi oslabit korunu z dosavadního historického maxima 28,97 korun za euro (Jílek, 2013, s. 406–407). Od té doby až do roku 2013 Česká národní banka žádné devizové intervence neprováděla.

3.5 Netradiční nástroje měnové politiky

Po vypuknutí finanční krize se několik centrálních bank ve vyspělých zemích dostalo do situace, kdy jejich úrokové sazby byly téměř na nule a jejich další snižování již nebylo možné. Takový stav označuje ekonomická literatura jako past likvidity. V 90. letech minulého století se do takové situace dostala centrální banka Japonska (Polouček a kol., 2013, s. 51). Proto kromě tradičních nástrojů začaly centrální banky po vypuknutí krize používat řadu nekonvenčních nástrojů měnové politiky. Patří sem likvidní facility, úvěrové facility, kvantitativní uvolňování a předvídatelné kroky (Mejstřík, Pečená a Teplý, 2014, s. 136).

Likvidní facility mají dvě základní formy, a to dodání likvidity bankám a měnovými swapy centrálním bankám. Účelem úvěrových facility bylo posílit bankovní i nebankovní odvětví k vyššímu úvěrování ekonomiky, které přestalo fungovat po vypuknutí globální krize (Mejstřík, Pečená a Teplý, 2014, s. 136).

Třetí nekonvenční nástroj, tzv. kvantitativní uvolňování lze popsat jako masivní nákup aktiv, například dluhopisů států a firem nebo dluhopisů krytých nemovitostmi do portfolia centrální banky. Dle Poloučka a kol. (2013, s. 51) centrální banka tímto způsobem dodává velké množství likvidity komerčním bankám. Snaží se tak zlepšit tržní likviditu, snížit dlouhodobé úrokové míry nebo podpořit ceny na vybraných finančních trzích. Nicméně v odborných kruzích se vyskytly obavy, že nárůsty aktiv centrálních bank budou mít za následek zvýšenou inflaci. Další ekonomové argumentují tím, že dokud se zvýšený objem likvidity neprojeví ve zvýšeném počtu úvěru bank, inflační vývoj nehrozí.

Jednou z forem kvantitativního uvolňování jsou přímé kurzové intervence, které kromě ČNB začala také používat Švýcarská národní banka. Centrální banka si stanoví kurzový závazek. Kurzový závazek je přímý nástroj, který působí na inflaci a ekonomický růst. Další formy kvantitativního uvolňování a politika záporných úrokových sazeb působí na rozdíl od kurzových intervencí nepřímo přes kurz.

Politiku záporných úrokových sazeb zavedla ECB. Jejich hlavním účelem je odradit obchodní banky od ukládání přebytečné likvidity centrální banky. ECB v roce 2014 snížila svou sazbu na ukládání depozit na minus 0,1 %. Takový krok učinila poprvé v historii. Evropská centrální banka tímto krokem sleduje oživení ekonomiky. Volné peníze komerčních bank se přesunou z účtů ECB do ekonomiky pomocí úvěrů (Kučera a Pecák, 2014). ECB má stejně jako ČNB nastaven inflační cíl 2 % s odchylkou jeden procentní bod na obě strany, který se jí v době krize nedařilo plnit. Tímto krokem chce dosáhnout zvýšení inflace, která v celé eurozóně stagnuje.

Dalším nástrojem se staly předvídatelné kroky. Centrální banka explicitně vyhlásí, že nastavené monetární podmínky (například výše úrokové míry nebo hodnota kurzu) budou trvat až do dosažení určité hodnoty nějakého ukazatele nebo v určitém časovém horizontu (Mejstřík, Pečená a Teplý, 2014, s. 136).

3.6 Ovlivňování ekonomické aktivity monetární politikou

Většina ekonomů se dnes shoduje, že expanzivní monetární politika zvyšuje výkon ekonomiky a s tím spojenou zaměstnanost v krátkém období, nicméně v dlouhém období způsobuje zvyšování cen, tedy inflaci (Fender, 2012, s. 170). Nicméně se jednotlivé směry už neshodují na tom, s jakou silou může měnová politika ovlivňovat ceny, zaměstnanost, rozsah produkce a další ukazatele. (Jurečka a kol. 2013, s. 172).

Keynesovský proud vidí jako nejlepší možnost ovlivňování měnové politiky prostřednictvím úrokové míry. Obecně lze říci, že expanzivní měnová politika, tedy snížení reálných úrokových měr centrální bankou vede k posílení ekonomické aktivity. Naopak zvýšení úrokových sazeb, označované jako restriktivní měnová politika by měla vést k utlumení ekonomických aktivit. Na druhou stranu monetaristé úrokové míře nepřikládají takový význam. Dokonce zpochybňují vliv měnové politiky na úroveň reálného produktu a zaměstnanosti. Důležitou roli u nich hraje nabídka peněz a cenová hladina.

Dle Lišky a kol. (2004, s. 511) panuje mezi ekonomy názor, že monetární politika disponuje mocí ovlivňovat ekonomickou aktivitu, respektive ekonomické ukazatele jako například reálný HDP, tedy může ovlivňovat kolísání míry nezaměstnanosti nebo reálnou úrokovou sazbu, ale pouze v horizontu několika let. Centrální banka reguluje kolísání ekonomického cyklu, utlumuje dopady recese a zmírňuje konjunktury tím že, kontroluje tempo růstu peněžní zásoby. Současně také většina ekonomů zastává názor, že tyto změny v měnové politice se v delším časovém horizontu promítnou ve vyšší cenové hladině nebo inflaci a jejich vliv na zmíněné reálné ekonomické veličiny ustane. Jinak řečeno, v dlouhém období měnová politika nefunguje, jinak se tento jev také označuje jako neutralita či superneutralita peněz. Neutralita peněz nastává v případě, kdy permanentní změny peněžní zásoby nemají dlouhodobý vliv na reálné veličiny, jelikož se tyto nominální veličiny mění v poměru jedna ku jedné se změnami cenové hladiny. Jedná se tedy pouze o změnu nominálních veličin, nikoli reálných. Superneutralita peněz znamená, že změny tempa růstu peněžní zásoby nemají dlouhodobý vliv na změny tempa růstu reálných veličin. Tyto poznatky zformulovali zastánci monetaristického přístupu. Centrální banka tedy nemůže dlouhodobě ovlivnit ekonomický růst a zaměstnanost, nicméně je zde viditelná korelace mezi růstem peněžní zásoby a inflací (Hrnčíř, 2010, s. 20).

Schopnost monetární politiky ovlivňovat ekonomické veličiny pouze v krátkém období je podpořena argumentem o existenci nominálních rigidit mezd a cen a peněžní iluze, kdy ekonomické subjekty nejsou v krátkém časovém horizontu schopny odlišit změny relativních cen od inflace. Proto může monetární politika centrální banky s úspěchem omezovat krátkodobé výkyvy v ekonomickém cyklu prostřednictvím neočekávaných změn peněžní zásoby. Následně však efekty změn v peněžní zásobě pominou, protože se přizpůsobí cenová hladina (Chromec, 2006).

Většina teoretických ekonomů se ale nemůže shodnout na velikosti krátkodobých dopadů monetární politiky na ekonomiku. Sporná otázka nastává také v případě

opakovaného používání měnové politiky. Pokud jsou tvrzení o neutralitě peněz pravdivá, vyvstává otázka, do jaké míry budou opakované zásahy centrální banky účinné (Revenda, 2011).

Důsledky změn v nastavení měnové politiky nelze jednoznačně předvídat. Ekonomové nedokážou přesně předvídat budoucí ekonomický vývoj a účinky jednotlivých měnověpolitických nástrojů. Každé opatření nemusí mít takový vliv, jako se předpokládalo, kvůli neočekávaným změnám ve finančním sektoru nebo v ekonomice (Polouček a kol. 2013, s. 53).

Polouček a kol. (2013, s. 54) se zabývá konkrétními situacemi, kdy zásahy měnové politiky ovlivňují fáze ekonomického cyklu. Nachází-li se ekonomika ve stavu, kdy je skutečný reálný důchod nižší než potenciální reálný důchod, mluvíme o existenci recesní mezery výstupu. V tomto případě se v ekonomice vyskytuje cyklická nezaměstnanost. Centrální banka se může za účelem dosažení rovnováhy rozhodnout usměrňovat agregátní poptávku. Sníží tedy úrokové sazby a to následně vyvolá zvýšení investičních a spotřebních výdajů. Následně by se měla uzavřít recesní mezera. Centrální banka však při provádění této politiky musí postupovat velmi opatrně. Následná vyvolaná inflace by mohla zcela znehodnotit nárůst agregátní poptávky. Riziko takto vyvolané inflace je závislé na tom, v jaké fázi ekonomického cyklu se ekonomika právě nachází. Například v době recese, kdy se ekonomika vyznačuje množstvím nevyužitých zdrojů a cyklickou nezaměstnaností, hrozí při aplikaci expanzivní měnové politiky centrální bankou jen malé nebezpečí vzniku inflačního procesu. V této situaci bude mít zvýšení agregátní poptávky jen malý efekt na změnu cenové hladiny. Pokud by se však stav ekonomiky nacházel na úrovni plné zaměstnanosti, roste riziko, že expanzivní měnová politika nebude mít za následek odstranění recesní mezery výstupu, ale pouze odstartuje proces poptávkové inflace.

4 Devizové intervence ČNB

4.1 Průběh devizových intervencí

V průběhu ekonomické recese klesaly úrokové sazby evropských centrálních bank na historická minima. ČNB, stejně jako mnoho dalších centrálních bank, se ocitly ve stavu, kdy jejich měnověpolitické sazby jsou na technické nule a už se nedají dále snižovat.

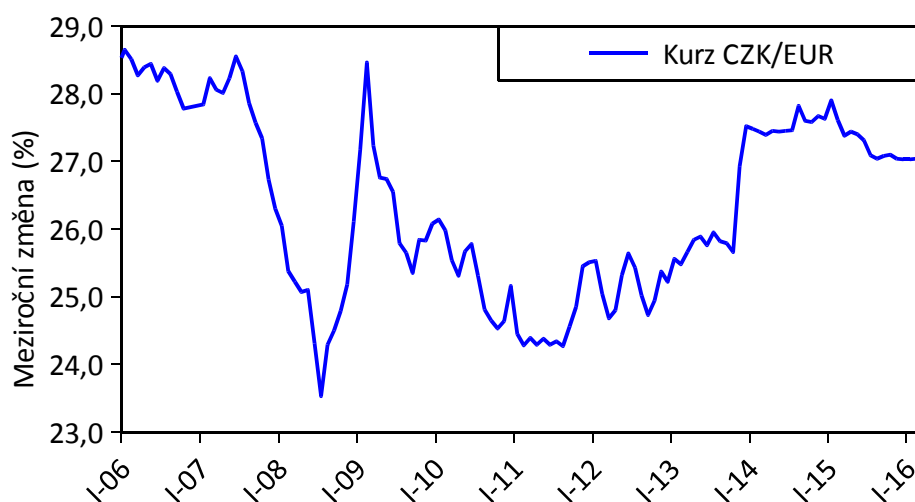
O intervencích, jako dalším nástrojem uvolňování měnové politiky se spekulovalo dlouho před jejich začátkem. Vzhledem k tomu, že nejdůležitější měnověpolitická sazba klesla na 0,05 %, začala ČNB tento krok zvažovat už během roku 2012. Na podzim téhož roku rozhodla bankovní rada o používání kurzu jako nástroje cílování inflace v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky. Poté několikrát avizovala, že pokud bude třeba další uvolnění měnové politiky, zahájí devizové intervence na oslabení koruny. Navíc během roku 2013 slovně intervenovala, nicméně tyto zásahy měly účinnost jen v řádu desetihaléřů a jejich účinnost se postupně snižovala. Přínosem bylo, že slovní intervence přispěly k neobvykle stabilnímu kurzu (Singer, 2015).

Dne 7. listopadu 2013 rozhodla bankovní rada ČNB na měnovém zasedání o používání devizového kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky. Ihned po tomto oznámení začala koruna oslabovat. Z 25,80 korun za euro oslabila na 26,63 korun za euro a ještě tentýž den pokračovalo oslabování na hranici 26,96 korun za euro. Měna tak oslabila na nejnižší úroveň od roku 2009 (E15.cz, 2013). Z dlouhodobého hlediska není hodnota kurzu 27 CZK/EUR nijak výjimečná. V období před hospodářskou krizí v roce 2008 byl kurz koruny vůči euru vysoko nad momentální úroveň (obrázek 1).

ČNB se zavázala dlouhodobě udržovat kurz poblíž hladiny 27 korun za euro. Následné devizové intervence v hodnotě 200 miliard korun proběhly v průběhu několika dní od rozhodnutí bankovní rady. Tím, že centrální banka prodá ve velkém objemu koruny, způsobí zvýšení množství peněz v oběhu a koruna zlevní.

Vstup ČNB na trh navíc nevyžaduje žádné zvláštní rozhodnutí bankovní rady, intervence tedy probíhají automaticky. Pokud se kurz vzdálí hladině 27 korun za euro na slabší straně, nechává ČNB kurz koruny pohybovat dle vývoje nabídky a poptávky na devizovém trhu. Pokud se však kurz ocitne pod hladinou 27 korun za euro, zahájí ČNB automaticky prodej korun za eura a zabrání tak dalšímu posilování. Devizové intervence se mohou provádět neomezeně, jelikož ČNB emituje elektronické i papírové peníze (ČNB, Kurzový závazek ČNB, 2016). ČNB hodlá provádět devizové intervence tak dlouho a v takovém množství, které bude potřeba ke splnění inflačního cíle až do stavu, kdy budou v ekonomice přítomny inflační tlaky, které samy zařídí splnění inflačního cíle (ČNB, Měnový kurz jako nástroj měnové politiky, 2016).

ČNB ve svém prohlášení k devizovým intervencím uvedla, že je připravena dodržet kurzový závazek poblíž hodnoty 27 Kč za euro a tím docílit plnění inflačního cíle. Protože ČNB není ve směru intervencí na oslabení kurzu limitována výší devi-



Obrázek 1: Vývoj kurzu koruna/euro v letech 2006–2016. Zdroj dat: ARAD, vlastní zpracování.

zových rezerv, můžou intervence na oslabení kurzu probíhat tak dlouho, jak bude vzhledem k ekonomické situaci vhodné (Petruš, 2013).

Mluvčí ČNB Petruš (2013) dále uvedl, že intervence jsou investicí do devizových rezerv, vzhledem k nulovým úrokovým sazbám. ČNB při investicích vydává české koruny bez jakýchkoliv nákladů. Nakoupená eura centrální banka následně investuje do cenných papírů, nejčastěji do vládních dluhopisů vyspělých ekonomik. Devizové rezervy tak přispívají k finanční stabilitě naší země.

4.2 Názory na intervenci

Devizové intervence nejsou klasickým měnověpolitickým nástrojem cílování inflace. Jednalo se o spíše překvapivý krok ze strany ČNB. Záměrné oslabení koruny vyvolalo u veřejnosti velmi bouřlivé reakce. Někteří čeští ekonomové se k intervencím vyjádřili silně proti, našli se ovšem také názory s pozitivní kritikou a souhlasem s jednáním bankovní rady. Valná část občanů se proti intervencím vyjadřovala kriticky, protože se jimi znehodnotily jejich úspory. Oslabení koruny také znamenalo pro obyčejné lidi také zdražení dovolené a cest do zahraničí. Proto tento zásah vyvolal tak negativní reakce u veřejnosti, ke kterým se navíc postavila řada politiků. Navíc dlouhodobé dopady, kterými jsou ekonomický růst, posílení exportu, atd. se projeví až za delší časové období. Podle některých ekonomů není ovšem jisté ani to, zda se změny projeví.

Kritici intervencí argumentovali, že žádná deflace nám nehrozila a pokud ano, tak se jednalo o příznivou deflaci způsobenou růstem produktivity. Jedním z odpůrců intervencí byl Pavel Kohout, který ve svém článku (2013) uvádí, že „*Teorie odkládané spotřeby je velmi povrchním vysvětlením zhoubnosti deflace. Neodpovídá skutečnosti,*

nemá podporu v teorii ani v praxi. Příčinou poklesu cen je v mnoha případech technický pokrok a růst produktivity. Není to nic nového. Již během 19. století široce klesaly ceny potravin a spotřebního zboží díky páře, elektřině, hnojivům, sériové výrobě a tak dále.“ Dále podle něj existuje též špatná deflace, která není příčinou krizí, ale jejich důsledkem. Skutečným problémem je podle něj pokles úvěrové dynamiky. V roce 2013 totiž klesal meziroční objem poskytovaných úvěrů. Jednalo se tedy o úvěrovou deflaci. Jednání centrální banky jsou tedy podle něj mylná a ČNB „bojuje proti falešnému nepříteli, jímž je pokles cen“.

Jedním z kritiků záměrného oslabení koruny byl také současný prezident Miloš Zeman, který zpochybňoval riziko deflace. Inlace se podle něj v té době pohybovala mezi 1 až 2 % a navíc se česká ekonomika nacházela ve fázi oživení, kdy inflace má obvykle tendenci růst (E15.cz, 2013). V dalším vyjádření Zeman uvedl, že hlavním důvodem intervencí bylo oddálení přijetí eura. Devalvací koruny ČNB způsobila nemožnost České republiky přejít na euro v dohledné době. Obecně je pro vstup do eurozóny výhodnější, pokud je končící měna slabší. Vstupem do měnové zóny by ČNB totiž ztratila část svých pravomocí, které by přešly na ECB. Strach ze ztráty kompetencí byl podle něj jedním z důvodů intervencí (Novinky.cz, 2014).

Dalším politikem, který nesouhlasil a ostře se vyjadřoval proti intervencím, byl Václav Klaus. Ve svých článcích opakovaně zpochybňoval hrozbu deflace, která je pouze průvodním jevem krize, ale ne její příčinou. Deflace naší ekonomice nehrozila, problémem ovšem byl už pět let stagnující růst ekonomiky.

Pokud české ekonomice hrozí deflace, rozhodně není vyvolaná nedostatkem peněz v oběhu, jako to bylo ve 30. letech 20. století. České banky si u ČNB denně ukládají 200–250 miliard Kč volných peněžních prostředků, které nejsou v ekonomice využívány (Klaus, 2014). Peněz v oběhu bylo dost, ale podniky se v tehdejší ekonomickém prostředí plném nestability bály investovat a brát si úvěry.

Další Klausovou teorií (2014) je, že jedním z důvodů oslabení koruny, bylo roztočení globální inflační spirály a smazání tak nevladatelných dluhů zemí světa. Světové politické a bankovní elity si uvědomují náročnost splacení objemných dluhů států standardními metodami. Dále podle něj bude mít devizová intervence značné náklady v podobě zdražení dovozu a tlaku na domácí cenovou hladinu. Oslabení kurzu koruny zapříčiní zvýšení cen dováženého zboží, zejména paliv, potravin a spotřebního zboží. To by mohlo mít za následek další propad už tak dost slabé domácí poptávky.

Ekonom Petr Dvořák (2013) ve svém vyjádření k intervencím uznává, že určité pozitivní dopady na ekonomiku mohou nastat, nicméně toto opatření může být provázeno velkými riziky. Jako jedno z rizik uvádí to, že není jisté, do jaké míry oslabení koruny vyvolá očekávané pozitivní dopady. Další rizikem je fakt, že náhlá změna kurzu zkomplikovala ekonomické kalkulace. Tímto krokem se navíc centrální banka dostává do režimu pevného kurzu, který je odlišný od rovnovážného kurzu na trhu. Nestabilitu také může způsobit následné opuštění tohoto režimu. Konkrétní promítnutí změny kurzu do cen dováženého zboží ze zahraničí lze také těžko odhadnout.

4.2.1 Vyjádření mezinárodních organizací ke kurzovým intervencím

Jak již bylo řečeno, o devizových intervencích centrální banka uvažovala už od roku 2012. Záměr ČNB tehdy podpořily dvě významné světové organizace působící v ekonomické sféře. ČNB tento svůj záměr projednávala s Mezinárodním měnovým fondem (MMF), který se následně v květnu 2013 vyjádřil k ekonomické situaci Česka a mimo jiné stanovil doporučení pro měnovou politiku.

Česko se nacházelo v hluboké dlouhotrvající recesi kvůli propadu eura a slabé domácí poptávce. Pokračující zpomalení ekonomiky v eurozóně by mohlo ztížit situaci a vytvořit riziko nízkého růstu v dlouhodobém horizontu. Krátkodobá makroekonomická politika by tedy měla směřovat k podpoře ekonomiky a nevytvářet další propady. Nastartování potenciálního růstu ve střednědobém a dlouhodobém období vyžaduje implementaci strukturálních reforem (MMF, 2013).

Pokud bude nadále hrozit trvalé a velké podstřelení inflačního cíle, měla by ČNB zvážit použití dalších dodatečných nástrojů. Bylo projednáno stanovisko ČNB, které se týkalo dalšího uvolňování měnové politiky. Plnění inflačního cíle by mohlo být zprostředkováno devizovými intervencemi. MMF souhlasila, že devizové intervence by mohly být efektivní a vhodný nástroj k zabránění deflačních tlaků. Protože je ČR malá otevřená ekonomika, tak by mohly devizové intervence rychle zvýšit cenovou hladinu a dostat inflační očekávání blíže směrem k cíli. Hlavním aspektem intervence by měl být důraz na transparentnost, která pomůže trhu zformulovat očekávání v souladu s inflačním cílem ČNB, a tím pomůže zefektivnit intervence (MMF, 2013).

Rozhodnutí bankovní rady také podpořila Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj (OECD). Jejich vyjádření také podpořilo volbu kurzu jako měnového nástroje: „*Slabá ekonomika vedla v posledních měsících ke zpomalující inflaci. Tento vývoj je očekáván, že bude pokračovat i v dalším období. Je pravděpodobné, že očekávaná inflace spadne do nižší poloviny tolerančního pásma centrální banky 1–3 %. Vzhledem k téměř nulovým měnověpolitickým sazbám, by měly autority ovládající měnovou politiku zvážit formy kvantitativního uvolňování k dalšímu stimulování ekonomické aktivity*“ (OECD, 2013).

4.3 Důvody intervencí a ekonomická situace

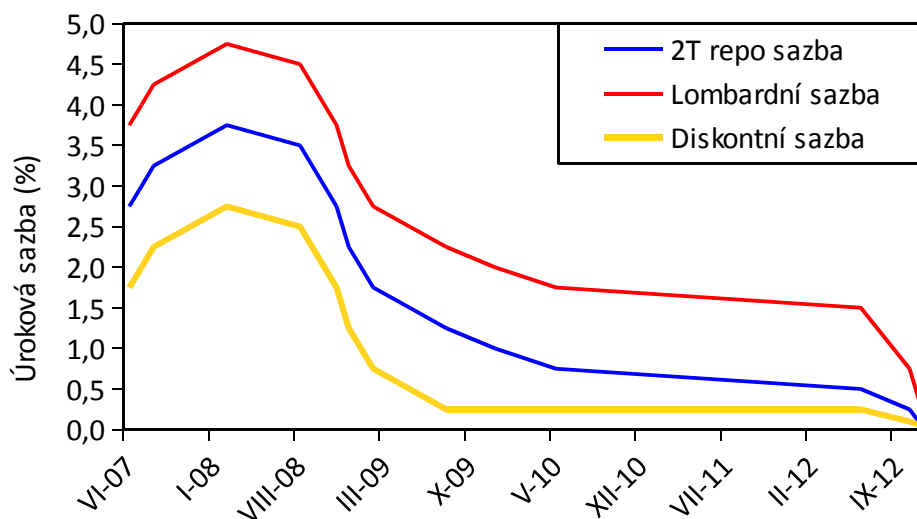
4.3.1 Měnověpolitické sazby

ČNB už od roku 2008 postupně začala snižovat své měnověpolitické sazby a snažila se podpořit ekonomiku a inflaci dostat do cílového pásma. To se jí dařilo do roku 2013, kdy se inflace dostala z vymezeného pásma.

ČNB pokračovala v obraně proti ekonomickému oslabování. Snížila úrokovou míru (repo sazbu) o 70 bazických bodů v třech krocích v červnu, říjnu a listopadu v roce 2012 na 0,05 % a zavázala se, že bude udržovat úrokové míry na této hodnotě tak dlouho, jak bude potřeba (obrázek 2).

Dlouhodobé úrokové míry na peněžním trhu se také posunuly směrem dolů kvůli slabému růstu a inflačním očekáváním. Klesající úrokové míry se nicméně nepromítly

do zvýšení úvěrování. Zadlužení firem a domácností vzrostlo pouze o 2,6 % v roce 2012 v porovnání s rokem 2011, který vykazoval růst o 6,3 % (MMF, 2013).



Obrázek 2: Vývoj základních úrokových sazeb. Zdroj dat: ČNB, vlastní zpracování.

4.3.2 Deflační tlaky a inflace

Hlavním důvodem devizových intervencí bylo tedy zabránění deflace. Proč byla deflace hrozbou pro cenovou stabilitu, že se ji ČNB pokusila zamezit tak razantním krokem, jako jsou devizové intervence?

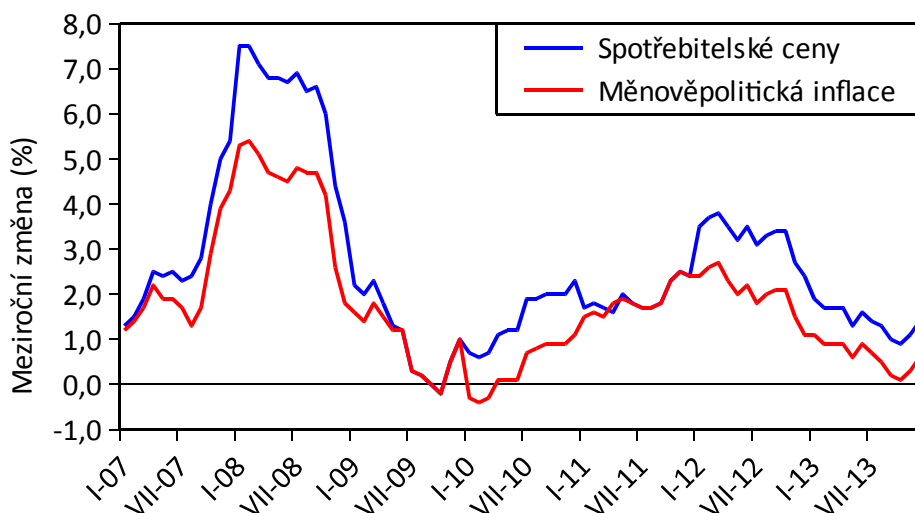
Deflace se zpravidla definuje jako dlouhodobý pokles cenové hladiny nebo zvyšování kupní síly peněz. Pokud je deflace v ekonomice přítomná pouze krátkodobě, nemusí mít nutně negativní účinky. Problém ale nastává, pokud se v ekonomice vyskytuje dlouhodoběji. Její důsledky potom mohou být horší než důsledky inflace. Deflace obvykle provází propad hospodářského růstu, růst nezaměstnanosti a další projevy hospodářské recese. Dlouhodobý pokles cen nastává, pokud se v ekonomice vyskytne tzv. cenová bublina cen zboží, zpravidla nemovitostí, některých komodit a akcií. Některé ceny aktiv jsou vyhnány na hranici, kdy nejsou reálné a jsou dány přehnaným očekáváním investorů. Tato bublina musí časem splasknout, protože cena neodpovídá reálné hodnotě. Právě cenové bubliny byly příčinou ekonomických krizí v minulosti (Černohorský, 2011, s. 93–94).

Škodlivost deflace spočívá v přerozdělovacím efektu například mezi dlužníky a věřiteli. Přerozdělovací efekt se děje směrem od dlužníků k věřitelům. Domácnosti v období recese odkládají spotřebu na později, protože věří, že pokles cen bude dále pokračovat a peníze raději spoří. Přesvědčení lidí, že deflační vývoj bude dále pokračovat, ještě zhoršuje celou situaci. Dochází ke snižování mezd nebo propouštění, protože podniky kvůli snižující se poptávce musí snižovat náklady. Následkem těchto

procesů je pokles poptávky a spotřeby a tím pádem i agregátní poptávky, produktu a růstu nezaměstnanosti (Černohorský, 2011, s. 94).

Negativní následky dopadají také na podniky, jako dlužníky. Reálně se jim zvyšují dluhy, protože reálné úrokové sazby rostou se zvyšující se deflací rostou. Pro podniky je pak nákladnější splácet dluhy, což může mít za následek krach. Podniky musí dále vyplácet reálně vyšší mzdy. Protože nominální mzdy nejsou zpravidla pružné směrem dolů a firmy tak mají reálně vyšší náklady na mzdy. Dalším důsledkem deflace pro podniky je propad poptávky po jejich zboží. Následně pak musí reagovat dalším snižováním cen nebo propouštěním zaměstnance, což dále přispívá k prohlubující se deflaci (Černohorský, 2011, s. 94).

Všechny tyto faktory mohou způsobit další propad agregátní poptávky, zvýšení deflace a reálné úrokové míry a přivést ekonomiku do deflační spirály, jejímž největším problémem je to, že ji lze jen těžko zastavit. Proto se jí centrální bankéři snažili zamezit všemi dostupnými nástroji.



Obrázek 3: Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen a měnověpolitické inflace. Zdroj dat: ARAD, vlastní zpracování.

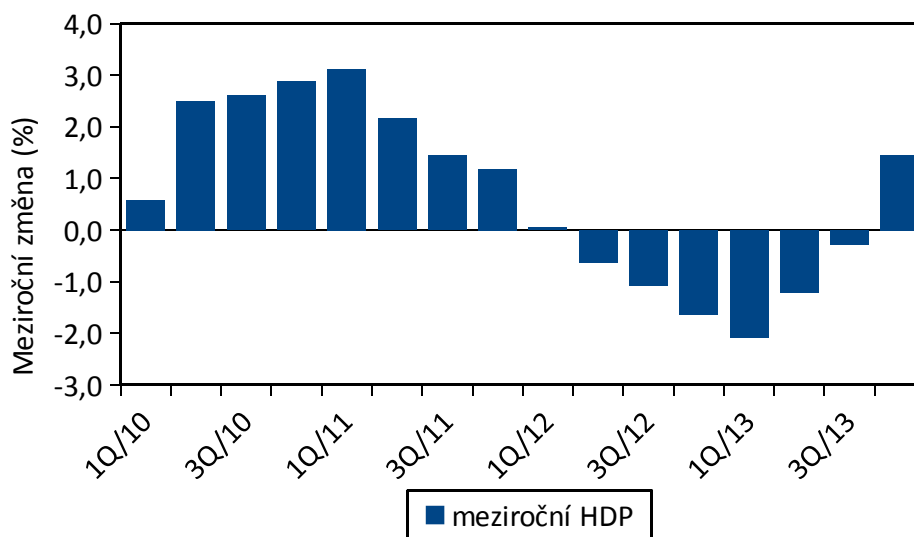
Z obrázku 3 je patrné že, index spotřebitelských cen i měnověpolitická inflace (inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní) byly před krizí vysoko nad inflačním cílem. Tomu také odpovídala restriktivní politika ČNB. Spotřebitelské ceny a měnověpolitická inflace, kterou používá ČNB pro svou prognózu, klesaly pod hranici inflačního cíle už v polovině roku 2009, kdy se v České republice plně projevil důsledek krize. Hodnoty inflace v prvním čtvrtletí v roce 2010 se dokonce pohybovaly v záporných číslech. Svůj 2% inflační cíl ČNB neplnila od července 2009 téměř do konce roku 2010. Nicméně od minima v prvním čtvrtletí 2010 se inflace opět postupně začala navracet do tolerančního pásma.

Další vychýlení od inflačního cíle nastalo v roce 2013, kdy se měnověpolitická inflace držela těsně pod hranicí tolerančního pásma a pak v průběhu roku postupně klesala. Následující dva roky kolísala kolem nuly. Celková inflace se však nacházela uvnitř tolerančního pásma, nicméně v průběhu roku 2013 se postupně snižovala. Na inflaci se nejvíce podílely rostoucí ceny potravin a regulované ceny.

Průměrná míra inflace (indexu spotřebitelských cen) za rok 2013 činila 1,4 %, některé odhady ČNB předpokládaly, že pokud by měnová politika byla pasivní, inflace by se následující rok pohybovala v záporných hodnotách. V případě nepoužití kurzu a následného oslabení koruny by se dokonce inflace pohybovala pod úrovní -2% už koncem roku 2014 (Singer, 2015).

4.3.3 Hrubý domácí produkt

Nestálé ekonomické prostředí u nás i v zahraničí se podepsalo na vývoji ekonomického růstu. Ten už od roku 2008 dlouhodobě stagnoval a ani ekonomické výhledy jej neviděly zrovna pozitivně. Během roku 2013 však ekonomika začala postupně vykazovat náznaky růstu (obrázek 4).



Obrázek 4: Vývoj HDP v letech 2010–2013. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování.

Nízký přírůstek HDP se také promítal do zpomalující inflace. Meziroční pokles HDP v roce 2013 byl o 0,9 %, stejně jako v roce 2012. Příčinou stagnujícího růstu v ČR byla dlouhodobě slabá domácí poptávka a slabá investiční činnost. K záporné hodnotě též přispělo saldo zahraničního obchodu z prvního a třetího čtvrtletí. V prvním čtvrtletí totiž došlo k výraznému poklesu vývozu a ve třetím čtvrtletí byl zaznamenán silný nárůst dovozu. Další složkou negativně se podílející na růstu HDP byla spotřeba domácností, která také dlouhodobě stagnovala. Jedinou kladnou složkou poptávky, která dosahovala příznivých hodnot, byly vládní

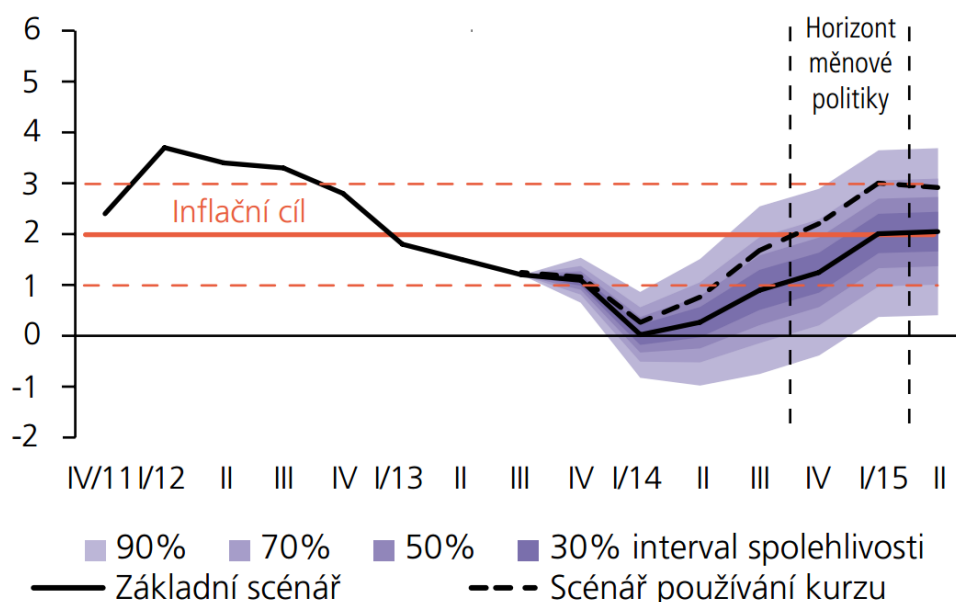
výdaje na konečnou spotřebu. Důvodem bylo ukončení dva roky trvajících fiskálních restrikcí, které omezovaly výdaje vládních institucí.

Čtvrtletní přírůstek HDP oproti stejnému období minulého roku se od roku 2011 stále snižoval po několik období až do druhého čtvrtletí. Dva roky trvajícím propad v roce 2013 vystřídal konjunktura.

4.4 Prognóza

Krátkodobý výhled ČNB z konce roku 2013 ukazoval na vzrůstající riziko deflace. Hrozilo, že koruna začne posilovat, bez zásahu by se počínající oživení zastavilo nebo zpomalilo, a opět by se objevilo riziko deflace. Pokud by cenová hladina klesla, následovalo by další posílení kurzu a dalších deflačních očekávání a mohlo by dojít k rozvinutí deflační spirály.

7. listopadu 2013 zveřejnila ČNB aktuální prognózu, ve které zvažovala dva možné scénáře. První zohledňoval používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky. Druhým byl základní scénář se zápornými sazbami. Pokud by ČNB chtěla inflaci nadále udržet ve vymezeném pásmu, musela by počátkem roku 2014 2T repo sazbu snížit na $-0,9\%$ (Singer, 2013). Na obrázku 5 je znázorněn základní scénář se zápornými sazbami znázorněn souvislou čarou. Tato alternativa však byla na rozdíl od jiných centrálních bank používajících zápornou úrokovou sazbu odmítnuta.



Obrázek 5: Porovnání základního scénáře a scénáře používání kurzu. Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci /IV, 2013.

Alternativní scénář používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky se ukázal mezi ostatními možnostmi jako nejefektivnější. Oslabení kurzu o 4–5 %

se podle prognózy mělo pozitivně promítnout do měnové stability (Holub, 2013). Podkladem pro rozhodnutí bankovní rady byly makroekonomické analýzy, které předpovídaly, že by se česká ekonomika mohla dostat v roce 2014 do deflace nejméně na dvě až tři čtvrtletí a následné oživení ekonomického růstu by bylo velmi pomalé.

Oslabení koruny na 27 CZK/EUR představuje snížení základní úrokové sazby přibližně o jeden procentní bod (Singer, 2015). O tuto hodnotu bylo nutné podle ČNB snížit úrokovou sazbu, aby se inflace udržela ve vymezeném pásmu.

4.5 Sledované cíle intervencí

ČNB devizovými intervencemi sledovala hned několik cílů. Prvním z nich bylo udržení cenové stability prostřednictvím plnění inflačního cíle. Českou ekonomiku ohrožovala klesající inflace, která by mohla přerůst v deflaci (ČNB, Kurz jako nástroj měnové politiky, 2014).

Dalším cílem bylo urychlit návrat do situace, kdy bude ČNB moci opět používat tradiční nástroje měnové politiky (ČNB, Kurz jako nástroj měnové politiky, 2014). Jak bylo zmíněno dříve, oslabení měny vede dle ekonomické teorie k podpoření hospodářské aktivity. Snaha centrální banky o rychlejší překonání hospodářské recese byla v souladu s vedlejším cílem podpory obecné hospodářské politiky. V této situaci si oba cíle (měnová stabilita a podpora hospodářské aktivity), navzájem nekonkurují a cenová stabilita měny zůstane zachována.

Předpokládaným důsledkem ze strany ČNB (Kurz jako nástroj měnové politiky, 2014) bylo zrychlení ekonomického růstu. Oslabením koruny dojde ke zdražení dovozu, k podpoře konkurenceschopnosti českých firem a vývozu, protože exportní firmy budou inkasovat při přepočtu více korun. Zvednutí cen importního zboží způsobí posílení poptávky po českém domácím zboží. (Spotřebitel si raději koupí levnější výrobek od domácí firmy.) Při zvýšení cen si domácnosti a firmy uvědomí, že nemá smysl čekat na další pokles cen a začnou nakupovat a investovat. Celkově tak dojde ke zvýšení ekonomické aktivity a růstu poptávky.

Jelikož se zvýší export a firmy budou ziskovější, poroste jejich ochota investovat. Toto oživení výroby mělo mít za následek další pozitivní přínosy jako růst mezd a zvýšení počtu pracovních míst na trhu práce. Zvýšení dovozních cen také způsobí růst domácí cenové hladiny. To se promítne do inflačních očekávání a dojde k jejich stabilizaci (Kurz jako nástroj měnové politiky, 2014). ČNB předpokládala, že při užití kurzu v podmínkách nulových měnověpolitických sazeb budou dopady změn kurzu výraznější než je běžné. Oslabení koruny tak mělo ovlivnit růst cen rychleji než běžně užívané sazby.

5 Hodnocení dopadů intervencí na ekonomiku

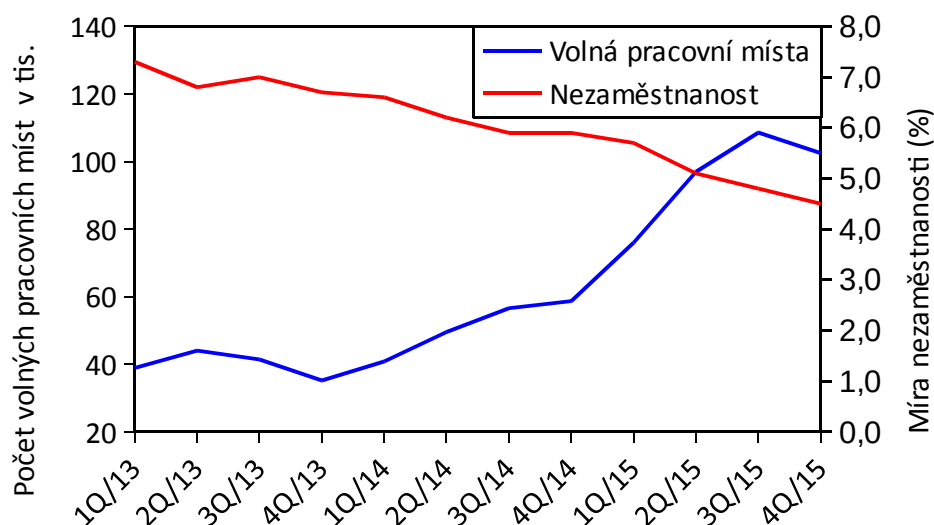
5.1 Nezaměstnanost a průměrná mzda

V této kapitole bude zaměřena pozornost na trh práce. Centrální bankéři se obávali, že v případě propuknutí deflace a deflační spirály by se situace na trhu práce podstatně zhoršila. Celková nezaměstnanost by pravděpodobně stoupala, protože by podniky musely propouštět a také by došlo ke snižování platů. Vzhledem k současné ekonomické situaci již tato hrozba není aktuální. Ekonomické oživení započaté v roce 2013 se zde zřetelně projevilo na zvýšení zaměstnanosti, růstu mezd a růstu počtu pracovních míst.

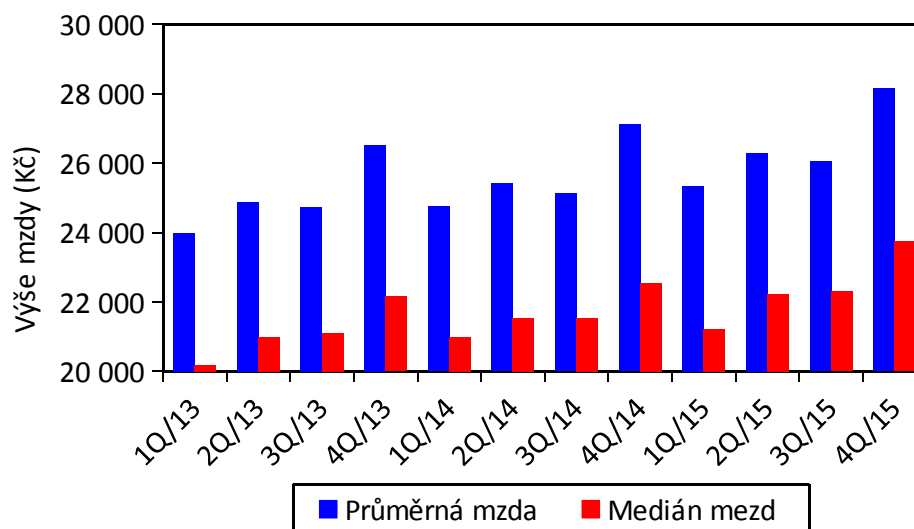
Nejvyšší míra nezaměstnanosti byla na začátku roku 2013 (7,3 %), kdy za celý tento rok činila nezaměstnanost 7 %. V tomto roce začala míra nezaměstnanosti postupně klesat. Následující rok poměr nezaměstnaných činil jen 6,2 %. Na konci roku 2015 byla nezaměstnanost na 4,6 %, což je nejmíň od roku 2008, kdy se ekonomika nacházela na vrcholu konjunktury.

Vývoj míry nezaměstnanosti ovlivňuje sezónnost. Na začátku roku bývá nezaměstnanost zpravidla vyšší, poté se postupně snižuje až do léta, kdy se na trhu práce vyskytuje nejvíce pracovních příležitostí. Ke konci roku se obvykle míra nezaměstnanosti začne zvyšovat s úbytkem sezónních prací.

S klesajícím počtem nezaměstnaných osob rostl počet nově vytvořených pracovních míst. Na konci roku 2013 evidovaly úřady práce přibližně 35 tisíc volných pracovních míst. V průběhu dvou let se tento počet téměř ztrojnásobil a v polovině roku 2015 přesáhl počet volných míst 108 tisíc (obrázek 6). Pozitivním faktem je, že počet pracovních míst roste plošně ve většině kategorií zaměstnání.



Obrázek 6: Vývoj počtu pracovních míst a nezaměstnanosti. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování.



Obrázek 7: Výše průměrné mzdy a medián mezd. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování.

Obrázek 7 znázorňuje vývoj průměrné hrubé měsíční mzdy a mediánu mezd. Podle metodiky ČSÚ zahrnuje hrubá mzda odměny, příplatky za přesčas, náhrady mzdy apod. Z obrázku je dále patrné, že průměrná měsíční mzda závisí na sezónnosti. Velký výkyv ve 4. čtvrtletí způsobuje vyplácení odměn na konci roku.

V roce 2013 byla průměrná měsíční mzda 250 035 Kč, následující rok vzrostla o 2,3 % na 25 607 Kč. V roce 2015 dosáhla průměrná měsíční mzda 26 467 Kč. Meziročně se průměrná mzda zvýšila o 860 Kč, což je 3,4 %. Obvykle se růst mzdy kvůli vyšší inflaci nepromítá výrazně v reálné mzdě. Nicméně díky nízké inflaci v posledních letech se zvyšuje kupní síla výdělků. Roste tedy nejen průměrná mzda, ale i reálná mzda, která odpovídá skutečné hodnotě mezd. Za rok 2015 činil růst reálné mzdy 3,1 % (ČSÚ, Průměrné mzdy, 2016).

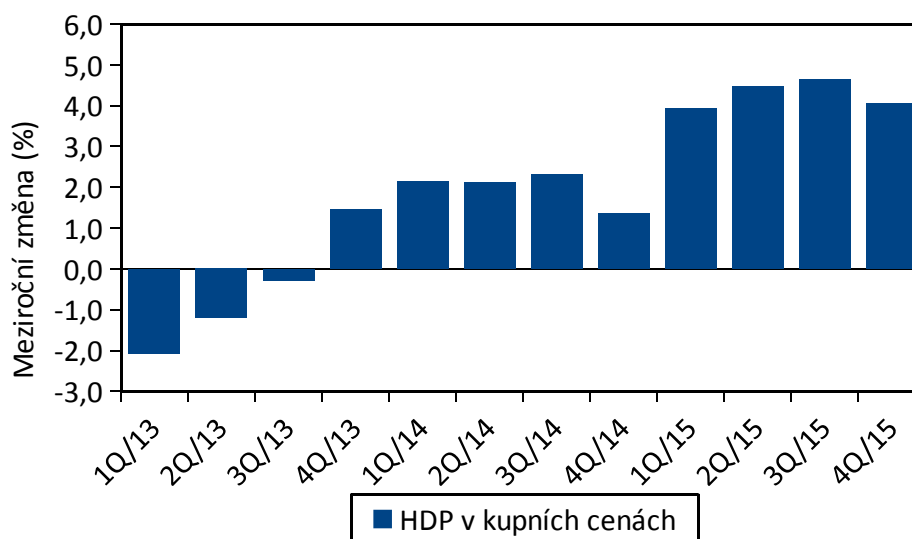
Růst mezd kromě nízké inflace podporuje také nízká nezaměstnanost. Nedostatek pracovníků na odborných pozicích nutí firmy zvyšovat kvalifikovaným zaměstnancům platy. Nicméně i tak je tento růst spíše jen velmi pomalý.

Je nutné brát v potaz, že ukazatel průměrné mzdy není nejlepší ukazatel růstu důchodu. Uvádí se, že až dvě třetiny obyvatel na průměrnou mzdu nedosáhnou. Daleko lepším ukazatelem je medián mzdy, který představuje hodnotu mzdy zaměstnance uprostřed mzdového rozdělení. Polovina hodnot mezd je nižší a druhá vyšší než medián mezd (ČSÚ, Průměrné mzdy, 2016). Pokud tedy medián mezd za rok 2015 činil 22 372 Kč, znamená to, že polovina zaměstnanců brala nižší mzdu a polovina vyšší mzdu, než je medián.

Oživení ekonomiky se tedy na trhu práce projevilo na všech důležitých ukazatelích. Klesala míra nezaměstnanosti, celková zaměstnanost a mzdy rostly.

5.2 Hrubý domácí produkt

Podle údajů ČSÚ začalo oživení ekonomiky už v polovině roku 2013. Začaly se snižovat tempa růstu meziročních poklesů HDP. Kladných hodnot HDP se česká ekonomika dočkala v posledním čtvrtletí 2013, kdy byl růst způsoben zvýšením spotřeby domácností a vládními výdaji. Následujícího roku se HDP v úhrnu zvýšilo o 2 % a v roce 2015 dokonce o 4,3 %. Česká ekonomika tak překonala dva roky trvající recesi.



Obrázek 8: Vývoj HDP v letech 2013-2015. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování.

Tahouny růstu HDP byly v letech 2014 a 2015 hlavně investice a spotřeba domácností. Razantní růst investic, zejména ve druhém a třetím čtvrtletí 2014 a v roce 2015, pomohl zrychlit výkonost ekonomiky až na úroveň z roku 2008. K významným položkám HDP též patřily vládní výdaje. Uvolněná fiskální politika od roku 2013 přispěla k růstu HDP v obou následujících letech.

V roce 2014 se HDP v kupních cenách vyrovnal s hodnotou HDP z vrcholu konjunktury v roce 2008. Příspěvky všech složek v roce 2014 byly v jednotlivých kvartálech nevyvážené v porovnání s následujícím rokem, kdy se přírůstek jednotlivých položek spíše stabilizoval. Přírůstek HDP byl za jednotlivá čtvrtletí zaznamenán nejen meziročně, ale také mezi čtvrtletími (obrázek 8).

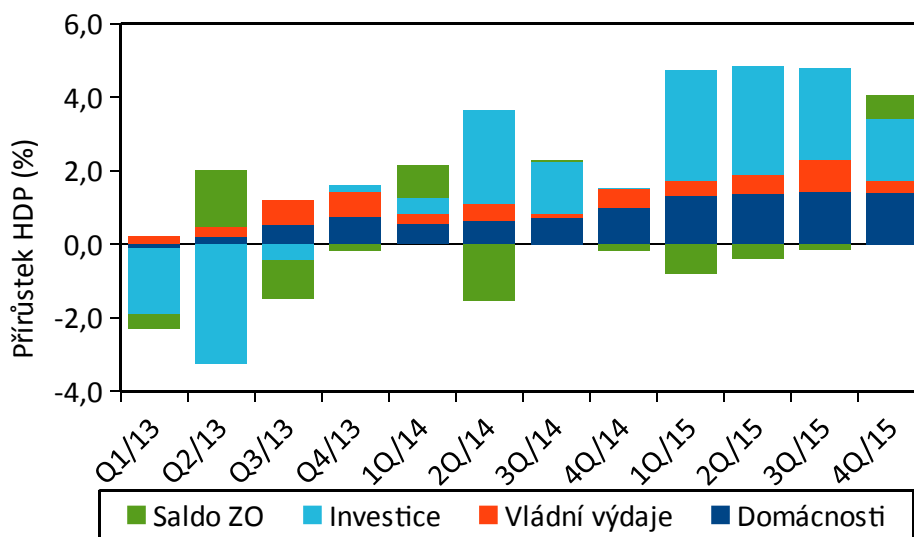
Růst konečných výdajů domácností na spotřebu zapříčinilo hned několik vlivů. Díky rostoucí zaměstnanosti a rostoucím mzdám se celková příjmová situace domácnosti zlepšila. Od listopadu 2014 si také na platech polepšili státní zaměstnanci. Do spotřeby se navíc promítly pozitivní očekávání spotřebitelů ohledně budoucího vývoje ekonomiky (Dubská et al., 2015). Lidé přestali odkládat spotřebu a také začali méně špořit.

Z grafu složek HDP (obrázek 8) je patrné, že nejvíce růst HDP brzdilo saldo zahraničního obchodu, které poslední tři roky vykazuje spíše záporné hodnoty. Dovoz roste rychleji než vývoz od roku 2013, kdy bylo saldo zahraničního obchodu nulové.

Nicméně i tak se zahraničnímu obchodu v roce 2014 oproti roku 2013 dařilo. Objem vývozu zboží a služeb z Česka do zahraničí narostl o 8,8 %. Dovoz, který silně ovlivňuje domácí poptávky, narostl o 9,6 %. Tyto pozitivní čísla se podle Dubské et al. (2015) dají vysvětlit obnoveným hospodářským růstem v EU a také oslabenou korunou, která zvyšovala cenovou konkurenceschopnost českých exportérů na světových trzích.

Důležitou roli ve statistice HDP hrají takzvané dovozy pro konečné užití. Jedná se o dovozy, které jdou ke konečné spotřebě a nejsou dále zpracovány ani nejsou nijak upravovány. Dovozy pro konečné užití se vylučují, protože nemají s růstem ekonomiky nic společného, nepodílejí se na ní, ale značně se podílí na uspokojení domácí spotřeby. Po jejich vyjmutí se zohledňuje pouze spotřeba výrobků z domova, nebo těch s dováženými komponenty.

HDP očištěný o dovozy pro konečné užití poté značně změní svou strukturu a mění se celkové složení jednotlivých příspěvků k HDP. Spotřeba domácností v roce 2014 potom nepřispěla k růstu HDP dvěma pětinami, ale pouze desetinou. Příspěvek spotřeby domácností se potom na růstu ekonomiky výrazně snižoval. Zároveň se po vyjmutí dovozu pro konečné užití změnilo postavení dovozu. Saldo zahraničního obchodu se po očištění stalo kladné a přispělo ke zvýšení HDP o 1,3 p. b., a bylo hlavním faktorem růstu v roce 2014. Mimo jiné to znamená, že na nárůstu domácí spotřeby se podílelo více zboží z dovozu než zboží z domácího trhu (Dubská, 2015).



Obrázek 9: Struktura HDP v letech 2013-2015. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování.

Rok 2015 znamenal pro českou ekonomiku výrazný posun. Celkově lze říci, že se jí dařilo lépe než předchozí rok. HDP vykazoval každé čtvrtletí stabilní růst. Celkový

růst HDP podpořily mimořádné vlivy – pokles cen ropy, který snížil vstupy firmám, a čerpání dotací z fondů Evropské unie na konci programového období.

Na straně poptávky se na růstu nejvíce podílela domácí poptávka a investice (obrázek 9). Zvýšenou investiční aktivitu vykazovaly domácnosti, firmy i vláda. K růstu HDP však přispěly všechny složky poptávky kromě salda zahraničního obchodu, u kterého převládal růst dovozu nad růstem vývozu.

Rostoucí reálné příjmy domácností podpořily růst spotřeby, který byl tažen vyššími nákupy předmětů dlouhodobé spotřeby, potravin a služeb. Spotřebitelé si začali vynahrazovat dlouho odkládanou spotřebu z minulých let a začali nakupovat více (Kermiet, 2015).

Dokonce už čtyři čtvrtletí za sebou roku 2015 jinak záporné saldo zahraničního obchodu vykazovalo kladný přírůstek. Celkově však za tento rok dovoz opět překonal objem vývozu. Po vyjmutí dovozu ke konečnému užití z celkového dovozu se složení poptávky opět mění. Příspěvky na výdaje do investic (o 1,4 p. b.) a spotřeby domácností (o 0,8 p. b.) klesají, protože nárůst spotřeby domácností a investic byl uspokojen z dovozu. Bilance zahraničního obchodu se po vyjmutí dovozu ke konečnému užití stává kladná a podílí se na růstu HDP o 1 p. b. (Kamenický a Kučera, 2016).

Z rostoucího přírůstku HDP lze usuzovat, že došlo k významnému ekonomickému oživení. Dokonce přírůstek HDP byl větší, než prognózy ČNB odhadovaly.

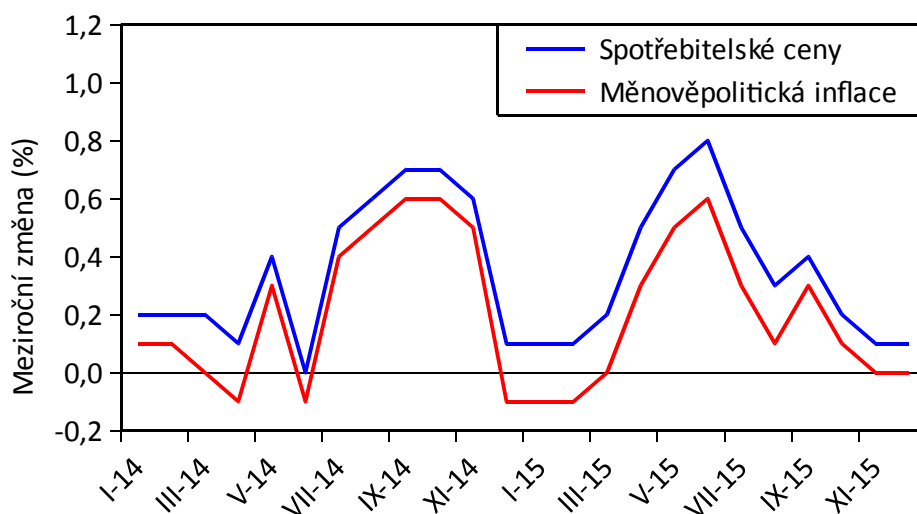
5.3 Inflace

Listopadová prognóza z roku 2013 předpokládala, že se oslabený kurz koruny promítne do dovozních cen, které zvýší celkovou i měnověpolitickou inflaci. Původně v době začátku intervencí ČNB předpokládala, že se inflace vrátí do vymezeného pásma už v roce 2014. Obnovení inflačních tlaků se mělo projevit ve vývoji cen. Návrat inflace do tolerančního pásma byl předpokládán na první pololetí 2014 (obrázek 11). Poté se měly inflační tlaky dále zrychlit a inflace měla dále narůst nad 2 % až téměř k 3 %. V roce 2015 se měla inflace postupně navracet seshora k inflačnímu cíli (Zpráva o inflaci IV, 2013).

Krátce po intervencích v roce 2013 se prosincová inflace vyšplhala až na 1,4 %, což mohlo být způsobeno sezónními vlivy. Předvánoční zdražování není nic výjimečného. Mohlo se také jednat o krátkodobé inflační očekávání spotřebitelů, kteří předpokládali okamžité zdražení po intervenci. V prvních měsících roku 2014 se inflace držela nízko nad nulou, stejně jak předpovídala prognóza.

Průměrná inflace za rok 2014 byla 0,4 % (obrázek 10), nejnižší za posledních 11 let. Příčin tohoto poklesu bylo hned několik. Za prvé hrála velkou roli dezinflace v eurozóně. Několik evropských států v té době trápila dokonce deflace. Protože je Česká republika závislá na zahraničním obchodě s ostatními evropskými státy, pronikla dezinflace z eurozóny i k nám skrz ceny dovozu.

Další příčinou poklesu cen byla bohatá úroda zemědělských plodin, zejména obilovin. V návaznosti na to klesly také ceny zemědělských výrobců. Významným



Obrázek 10: Vývoj indexu spotřebitelských cen a měnověpolitické inflace po intervenci. Zdroj dat: ČNB, vlastní zpracování.

faktorem poklesu cen byl také vývoj cen ropy a zemního plynu na světových trzích. Ceny těchto komodit zůstaly meziročně na výrazně nižší úrovni než v předchozích letech. Například cena ropy Brent se v roce 2013 pohybovala okolo 110 dolarů za barel, na konci roku 2014 stála už jen 58 dolarů za barel. Toto zlevnění se zpravidla časem promítá ve výrobním řetězci a v dalších měsících se projevuje v cenovém poklesu nebo stagnaci ve spotřebitelských cenách. Pokles cen ropy znamená pro ekonomiku nabídkový šok, který představuje výjimku z plnění inflačního cíle. ČNB tedy není zavázána na tuto skutečnost reagovat a plnit inflační cíl.

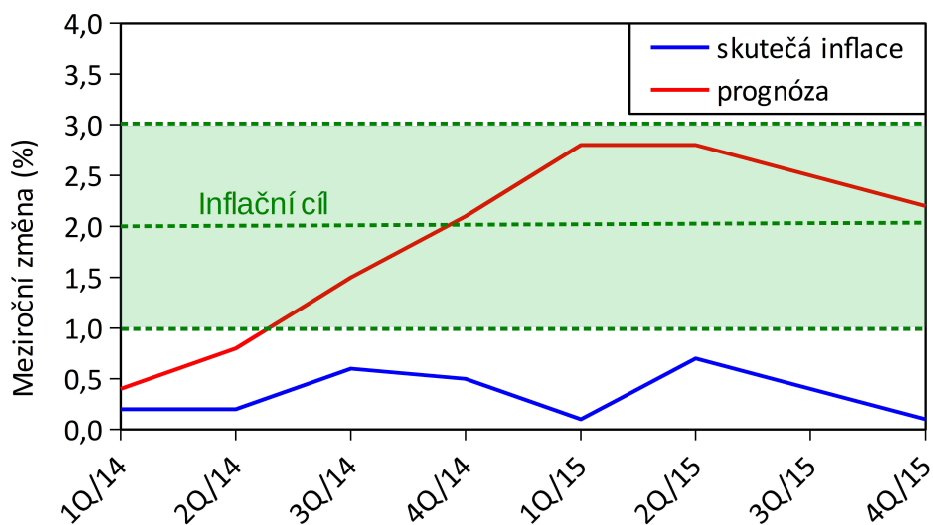
Podle ČSÚ se devizové intervence promítly do cen vývozu a dovozu. Díky slabší koruně ceny dovozu zboží za rok 2014 vzrostly o 1,9 %. S výjimkou prosince stoupaly ceny dovozu celý rok. Vývoz také podražil. Za dražší ceny v úhrnu o 3,5 % se v roce 2014 oproti předešlým rokům vyvážela většina zboží. Velký podíl na objemu vývozu mají dlouhodobě stroje a dopravní prostředky, které za rok 2014 podražily o 3,7 % (Dubská et al., 2015).

V roce 2015 opět pokračoval trend velmi nízké inflace. Průměrný meziroční přírůstek CPI byl jen 0,3 %, což je ještě pomalejší růst než v předcházejícím roce. Na začátku roku se inflace pohybovala na 0,1 % (obrázek 10). V průběhu roku se inflace postupně zvyšovala. Nejvyšší hodnoty dosáhla v červnu, kdy se vyšplhala na 0,8 %. Poté ovšem opět spadla na úroveň 0,1 % ze začátku roku.

Prohlubující se cenový útlum v roce 2015 měl na vině opět pokles ceny ropy jako v roce 2014. Logicky poklesla cena pohonných hmot a dopravci začali zlevňovat. S tímto dalším propadem cen ropy a PHM ekonomická prognóza nepočítala, takže se vývoj cen ubíral jiným směrem, než ČNB očekávala. Pokles cen také nastal ve většině klíčových odvětví – v průmyslové výrobě, ve zpracovatelském průmyslu

a u zemědělských výrobců. Pokles cen zemědělských výrobců nastal kvůli dobré úrodě obilovin a propadu výkupních cen hospodářských zvířat, živočišné výroby a tím pádem i cen potravin. Cenového růstu se naopak dočkal sektor stavebnictví, zejména díky dotacím z EU. Dále došlo ke zvýšení cen nemovitostí a tabáku, který zdražil v důsledku zvýšení spotřebních cen.

Ceny vývozu a dovozu se odvíjely od evropského trhu. Navzdory kvantitativnímu uvolňování ECB se v deflaci ocitlo v roce 2015 hned 11 zemí oproti předchozímu roku, kdy jich bylo 6. Snižování cen v eurozóně se následně promítlo zejména do cen dovozu zboží, které se snížily o 1,9 %. Celkový pokles cen se do České republiky dovezl částečně skrz zahraniční obchod. Navíc se vliv oslabené koruny přestal tak silně promítat do cen dovozu, jako tomu bylo v roce 2014. U vývozu rovněž poklesly ceny téměř všech druhů zboží. Za celý rok byl zaznamenán pokles cen vývozu o 1,7 %, opět především kvůli poklesu cen ropy (Kamenický a Kučera, 2016).



Obrázek 11: Srovnání skutečné inflace a prognózy z února 2014. Zdroj dat: ČNB, vlastní zpracování.

Obrázek 11 znázorňuje porovnání hodnot skutečné a prognózované inflace z února 2014. I přes zvýšení dovozních cen v roce 2014, které mělo působit pro růst inflace, se ČNB nepodařilo plnit inflační cíl. Navzdory intervencím se inflace pohybovala velmi nízko pod hranicí cílového pásma. Růstu cen nepomohlo ani počínající ekonomické oživení v Česku a v Evropské unii. Jak již bylo řečeno, významným faktorem, který zapříčinil nízký přírůstek indexu spotřebitelských cen, byl propad cen ropy a energetických surovin. Navíc spolu s poklesem výrobních cen v eurozóně působí velmi protiinflačně. Kombinace těchto protisměrně působících vlivů vytváří v ekonomice velmi nízkou inflaci. K situaci navíc ještě přispívá velmi pomalý růst mezd, proto zůstávají poptávkové inflační tlaky utlumené.

ČNB je ve všech svých vyjádřeních pevně přesvědčena, že oslabení koruny prostřednictvím devizového kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky, významně odvrátilo nebezpečí deflace (Holub, 2015). Z uvedeného obrázku 11 je patrné, že deflace v české ekonomice nenastala a ceny od začátku používání intervencí sice rostly, ale pouze velmi pomalu.

6 Závěr

Literární rešerše pojednává o problematice monetární politiky. Poskytuje shrnutí fungování měnové politiky a jejich dalších dílčích procesů. Hlavním cílem centrální banky je měnová stabilita. Té se dosahuje pomocí transmisního mechanismu cílování inflace. ČNB má vymezený inflační cíl 2 % s odchylkou jeden procentní bod na obě strany. Ovlivňování cenové hladiny se provádí prostřednictvím měnových nástrojů. V případě ČNB jde o krátkodobou úrokovou míru. Tato sazba se však v roce 2012 ocitla na nule. Nicméně makroekonomická situace Česka si žádala další uvolnění měnové politiky. Hlavním důvodem uváděným ČNB byla hrozba deflace. Již dva roky stagnující ekonomický růst ve spojení s předpovídanou deflací by narušil cenovou stabilitu.

Vzhledem k vyčerpaným nástrojům měnové politiky se práce zabývala dalšími možnými alternativami. Mezi dalšími nástroji uvolňování měnové politiky, které používají ostatní evropské centrální banky včetně ECB, se však používání kurzu jeví v našich podmínkách jako nejlepší možnost.

Při používání kurzu zůstává cíl měnové politiky pořád stejný, tím je měnová stabilita. Mění se pouze nástroj, kterým je tohoto cíle dosaženo. Kromě krátkodobé úrokové míry probíhá cílování inflace prostřednictvím měnového kurzu. Devizovými intervencemi uměle oslabuje kurz koruny k euru. V podstatě se spíše jedná o kombinaci cílování inflace a kurzového transmisního mechanismu.

Hlavním cílem této práce bylo zhodnotit dopady devizových intervencí na českou ekonomiku a zjistit zda byly účinné vzhledem k cílům, které si ČNB stanovila. Bylo tedy zjišťováno, zda se naplnily očekávání ČNB. Tento cíl byl splněn v rámci kapitoly o dopadech intervencí na ekonomiku.

Samotná centrální banka hodnotí důsledky devizových intervencí velmi kladně. Díky oslabení koruny se jí podařilo odvrátit hrozící deflaci a přispět k ekonomickému oživení. Tomu nasvědčují všechny zkoumané ekonomické ukazatele, které poukazují na hospodářský růst. Oživení ekonomické aktivity prokazují změny na trhu práce. Následující dva roky po intervenci se snížila nezaměstnanost a rapidně vzrostl počet volných pracovních míst. Nicméně mzdy rostly jen velmi pomalu, což je jeden z důvodů, proč se v ekonomice vyskytují nízké inflační tlaky.

HDP v následujících letech po zahájení intervenčního režimu v roce 2013 vykazoval růst. K překonání ekonomické recese přispěly na straně poptávky hlavně investice a spotřeba. Významný vliv mělo také ukončení restriktivní vládní politiky, která trvala v letech 2011 a 2012. Posílila také dynamika vývozu a dovozu, nicméně bilance zahraničního obchodu spíše růst brzdila.

Růstu cen mělo být dosaženo skrz zvýšení dovozních cen. Inflace však zůstávala ve zkoumaném období nízká. V roce 2014 se ceny oproti minulému roku mírně zvýšily, nicméně další rok nastal silný cenový útlum. Ten se dá vysvětlit propadem cen v eurozóně, nabídkovým šokem v podobě razantního poklesu cen ropy v předchozích dvou letech a propadem výrobních cen v EU. Nízký růst cen také

nijak nepomáhal inflačním tlakům. Nicméně cenová stabilita zůstala zachována. Nevyplnily se ani počáteční obavy ze zdražování zboží a ekonomická aktivita posílila.

Nelze s jistotou říci, jak by se ceny vyvíjely nebýt devizových intervencí. Prognóza je pouhá předpověď a často nepočítá s významnými faktory, které mohou ovlivnit růst či pokles cen. Navíc horizont měnové politiky bere v úvahu časový horizont vzdálený 12 až 18 měsíců. V tomto střednědobém časovém úseku nemůže centrální banka zahrnout všechny vlivy, proto předpovězené makroekonomické modely mají nízkou pravděpodobnost naplnění.

Makroekonomické modely předpovídaly deflaci. Těžko odhadnout, zda by bez zásahu ČNB deflační situace opravdu nastala. A už vůbec není jisté, jak dlouho by trvala a jestli by se překlenula do deflační spirály.

Od vyhlášení kurzového závazku ČNB se kurz pohybuje nad hladinou 27 CZK/EUR a tento svůj závazek si pečlivě hlídá. Vývoj kurzu je nyní velmi stabilní a pro ekonomické subjekty lépe předvídatelný.

Jedním z cílů ČNB bylo dostat se do situace, kdy bude možné kurzový závazek opustit a začít používat tradiční nástroje měnové politiky. Původním záměrem bylo udržet kurzový závazek přinejmenším do počátku roku 2015. Postupně však kvůli ekonomické situaci docházelo k prodlužování závazku až do současnosti. Momentálně trvají intervence již dva a půl roku, nicméně opuštění závazku se podle současné prognózy plánuje nejdříve v první polovině roku 2017, kdy se podle ekonomického výhledu ČNB inflace vrátí na cílenou hodnotu 2 %. Pokud se dále nebude dařit plnit inflační cíl, centrální banka pravděpodobně neustoupí od svého závazku a bude jej prodlužovat tak dlouho, dokud v ekonomice nenastanou inflační tlaky, které přivedou inflaci zpět do vymezeného cíle.

7 Literatura

- BINDSEIL, Ulrich. *Operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine* [online]. Frankfurt am Main, 2004. [cit. 2016-03-14] ISSN 1725-2806. Dostupné také z: <http://papers.ssrn.com/sol3>.
- Cílování inflace v ČR. *Česká národní banka* [online]. Praha, ©2003–2016 [cit. 2016-03-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html.
- OECD Economic Outlook. *Czech Republic*, [online]. OECD publishing, 2013, (1) [cit. 2016-04-24]. DOI: 10.1787. Dostupné z: www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics.
- ČERNOHORSKÝ, Jan a Petr TEPLÝ. *Základy financí*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011. ISBN 978-80-247-3669-3.
- ČNB. 10 let cílování inflace 1998–2007. In: *Česká národní banka* [online]. Praha, 2008 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: <http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites>.
- ČNB poprvé od roku 2002 zahájí devizové intervence, koruna už padá. *E15.cz* [online]. 2013a [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/byznys/finance-a-bankovnictvi>.
- DOMINGUEZ, Kathryn M. a Jeffrey A. FRANKEL. *Does Foreign-Exchange Intervention Matter? The Portfolio Effect*. The American Economic Review [online]. 1993, 83(5), 1356-1369 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: <http://hks.harvard.edu/fs/jfrankel>.
- DUBSKÁ, Drahomíra. HDP 2014: Vyšší útraty domácností hlavně za zboží z dovozu. *Statistika a my* [online]. ČSÚ, 2015 [cit. 2016-05-06]. Dostupné z: <http://www.statistikaamy.cz/2015/05>.
- DUBSKÁ, Drahomíra et al. Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014. In: *Český statistický úřad* [online]. 2015 [cit. 2016-05-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/27285583/320193-14q4a.pdf>.
- DUBSKÁ, Drahomíra, Jiří KAMENICKÝ a Lukáš KUČERA. *Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2013* [online]. Praha: Český statistický úřad, 2014 [cit. 2016-04-24]. Souborné informace. ISBN 978-80-250-2537-6. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20549933/110913q4a-1+po+uprave.pdf>.
- DVOŘÁK, Petr. Vyučující z VŠE komentují devizové intervence ČNB. *Ekonomix* [online]. 2013 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: <http://www.economix.cz/clanek/vyucujici-z-vse>.
- FENDER, John. *Monetary policy*. 1st ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2012. ISBN 978-0-470-01909-2.

- HOLUB, Tomáš. Příběh dvou scénářů. In: *Česká národní banka* [online]. Praha, 2013 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: <https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz>.
- HOLUB, Tomáš. Komentář ČNB ke zveřejněným údajům o vývoji inflace v červnu 2015. *Česká národní banka* [online]. 2015 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/stanoviska.
- HRNČÍŘ, Miroslav. *Měnová teorie a politika*. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola finanční a správní, 2010. ISBN 978-80-7408-033-3.
- CHROMEC, Martin. *Dlouhodobé efekty monetární politiky: může ČNB ovlivnit ekonomický růst?* Working paper [online]. 2006, 2006(12), 35 [cit. 2016-03-15]. ISSN 1801-4496. Dostupné z: is.muni.cz/do/1456/soubory/oddeleni/centrum/papers/wp2006-12.pdf.
- Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky? *Česká národní banka* [online]. 2016 [cit. 2016-05-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jak_se_zmeny_urokovych.
- IMF. Czech Republic – 2013 Article IV Consultation Concluding Statement. *IMF: International Monetary Fund* [online]. 2013 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: <http://www.imf.org/external/np/ms/2013/052013.htm>.
- JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9 .
- JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2013. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-4386-8.
- KAMENICKÝ, Jiří a Lukáš KUČERA. Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2015. *Český statistický úřad* [online]. 2016 [cit. 2016-05-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20549951/320193-15q4a.pdf>.
- KERMIET, Vladimír. Nadějný růst ekonomiky ČR. *Statistika a my* [online]. ČSÚ, 2015 [cit. 2016-05-06]. Dostupné z: <http://www.statistikaamy.cz/2015/07/nadejny-rust-ekonomiky-cr>.
- KLAUS, Václav. *Byla deflace opravdu hrozbou?*. Vyd. 1. Praha: Institut Václava Klause, 2014. ISBN 978-80-87806-04-3.
- KODEROVÁ, Jitka, Milan SOJKA a Jan HAVEL. *Teorie peněz*. 2., rozš. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011. ISBN 978-80-7357-640-0.
- KOHOUT, Pavel. Tak tedy znovu: Dobrá a špatná deflace. *Peníze.cz* [online]. 2013 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/kurzy-men/276856-tak-tedy-znovu-dobra-a-spatna-deflace>.

- KUČERA, Petr a Radek PEČÁK. *Záporná úroková sazba z vkladů. Co přinese revoluční krok?* Aktuálně [online]. 2014 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: <http://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/zaporna-urokova-sazba-ecb>.
- Kurz jako nástroj měnové politiky. In: *Česká národní banka* [online]. Praha, 2014 [cit. 2016-04-22]. Dostupné z: www.cnb.cz/cs/o_cnb/publikace/download/sbornik_oslabeni_koruny.pdf.
- LIŠKA, Václav. *Makroekonomie*. 2. vyd. Praha: Professional Publishing, c2004. ISBN 80-86419-54-1.
- MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.
- MEJSTRÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Bankovníctví v teorii a praxi: Banking in theory and practice*. Vyd. 1. Praha: Karolinum, 2014. ISBN 9788024628707.
- Měnová politika České národní banky. *Česká národní banka* [online]. Praha, ©2003–2016 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/o_cnb/menova-politika_cnb.html.
- Měnověpolitické nástroje. *Česká národní banka* [online]. Praha, ©2003–2016 [cit. 2016-03-15]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/.
- MISHKIN, Frederic S. *Inflation Targeting in Emerging Market Countries*. In: *American Economic Review* [online]. Cambridge: American Economic Association, 2000, s. 14 [cit. 2016-04-11]. DOI: 10.3386/w7618. Dostupné z: <http://www.nber.org/papers/w7618.pdf>.
- OECD Economic Outlook. *Czech Republic*, [online]. OECD publishing, 2013, (1) [cit. 2016-04-24]. DOI: 10.1787. Dostupné z: www.keepeek.com/Digital-Asset-Management/oecd/economics.
- PETRUŠ, Marek. ČNB nakoupila devizy za zhruba 200 miliard Kč. *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2016-04-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/tiskove_zpravy_cnb.
- POLOUČEK, Stanislav a kol. *Bankovníctví*. 2. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 9788074004919.
- Průměrné mzdy - 4. čtvrtletí 2015. *Český statistický úřad* [online]. 2016 [cit. 2016-05-06]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/prumerne-mzdy>.
- PTATSCHEKOVÁ, Jitka a Jaroslava DITTRICHOVÁ. *Dvacet let české koruny: na pozadí vývoje obchodního bankovníctví v České republice*. 1. vyd. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4681-4.

- REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.
- REVENDA, Zbyněk et al. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- SINGER, Miroslav. Měnová politika ČNB a vývoj české ekonomiky. In: *Česká národní banka* [online]. 2015 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: www.cnb.cz/miranda2/export/sites/.
- Úloha měnové politiky. *Česká národní banka* [online]. Praha, ©2003-2016 [cit. 2016-03-14]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html.
- Zeman: ČNB úmyslně oslabila korunu, aby oddálila euro a nepřišla o kompetence. *Novinky.cz* [online]. Praha, 2014 [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: <http://www.novinky.cz/ekonomika/>.
- Zeman: Intervence ČNB ještě nikdy ničemu neprospěly. *E15.cz* [online]. 2013b [cit. 2016-04-24]. Dostupné z: <http://zpravy.e15.cz/domaci/ekonomika/zeman>.
- Zpráva o inflaci /I. In: *Česká národní banka* [online]. 2014 [cit. 2016-04-06]. Dostupné z: www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2014/.
- Zpráva o inflaci /IV. In: *Česká národní banka* [online]. 2013 [cit. 2016-05-06]. Dostupné z: www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2013/.

Seznam obrázků

- Obrázek 1: Vývoj kurzu koruna/euro v letech 2006–2016. Zdroj dat: ARAD, vlastní zpracování. 26
- Obrázek 2: Vývoj základních úrokových sazeb. Zdroj dat: ČNB, vlastní zpracování. 29
- Obrázek 3: Meziroční přírůstek indexu spotřebitelských cen a měnověpolitické inflace. Zdroj dat: ARAD, vlastní zpracování. 30
- Obrázek 4: Vývoj HDP v letech 2010–2013. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování. 31
- Obrázek 5: Porovnání základního scénáře a scénáře používání kurzu. Zdroj: ČNB, Zpráva o inflaci /IV, 2013. 32
- Obrázek 6: Vývoj počtu pracovních míst a nezaměstnanosti. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování. 34
- Obrázek 7: Výše průměrné mzdy a medián mezd. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování. 35
- Obrázek 8: Vývoj HDP v letech 2013-2015. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování. 36
- Obrázek 9: Struktura HDP v letech 2013-2015. Zdroj dat: ČSÚ, vlastní zpracování. 37
- Obrázek 10: Vývoj indexu spotřebitelských cen a měnověpolitické inflace po intervenci. Zdroj dat: ČNB, vlastní zpracování. 39
- Obrázek 11: Srovnání skutečné inflace a prognózy z února 2014. Zdroj dat: ČNB, vlastní zpracování. 40

Seznam zkratk

CPI	index spotřebitelských cen
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie
GDP	gross domestic product
HDP	hrubý domácí produkt
MMF	Mezinárodní měnový fond
OECD	Organizace pro hospodářskou spolupráci a rozvoj
PMR	povinné minimální rezervy