

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomických teorií



Diplomová práce

Makroekonomické dopady kurzové politiky ČNB

Pavel Charous

ČESKÁ ZEMĚDĚLSKÁ UNIVERZITA V PRAZE

Provozně ekonomická fakulta

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Bc. Pavel Charous

Provoz a ekonomika

Název práce

Makroekonomické dopady kurzové politiky ČNB

Název anglicky

The macroeconomic effects of the exchange rate policy of the CNB

Cíle práce

Primárním cílem dané práce je zhodnocení dopadů kurzové politiky České národní banky na českou ekonomiku v daném období. Sekundárními cíli dané práce jsou vytvoření teoretického zázemí dané problematiky se zaměřením na transmisní mechanismy měnové politiky České národní banky, srovnání české ekonomiky s ekonomikami jiných evropských zemí a na základě provedeného rozboru vyvození relevantních závěrů.

Metodika

Práce je členěna na teoretickou a praktickou část. Teoretická část je vytvořena s využitím literární rešerše z publikací renomovaných autorů zabývajících se danou problematikou. V praktické části je využito pro zjištění dopadů devizových intervencí na českou ekonomiku fundamentální analýzy.

Doporučený rozsah práce

60 – 80 stran

Klíčová slova

Česká národní banka, Česká republika, devizové intervence, euro, inflace, měnový kurz.

Doporučené zdroje informací

JÍLEK, J. *Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika*. Praha: Grada, 2013. ISBN 978-80-247-4516-9.

JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004. ISBN 80-247-0769-1.

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

REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

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

Předběžný termín obhajoby

2016/17 LS – PEF

Vedoucí práce

Ing. Stanislav Burian, Ph.D.

Garantující pracoviště

Katedra ekonomických teorií

Elektronicky schváleno dne 19. 10. 2016

doc. PhDr. Ing. Lucie Severová, Ph.D.

Vedoucí katedry

Elektronicky schváleno dne 24. 10. 2016

Ing. Martin Pelikán, Ph.D.

Děkan

V Praze dne 25. 03. 2017

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Makroekonomické dopady kurzové politiky ČNB" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce a s použitím odborné literatury a dalších informačních zdrojů, které jsou citovány v práci a uvedeny v seznamu použitých zdrojů na konci práce. Jako autor uvedené diplomové práce dále prohlašuji, že jsem v souvislosti s jejím vytvořením neporušil autorská práva třetích osob.

V Praze dne 31. 3. 2017

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval Ing. Stanislavu Burianovi, PhD., za jeho přístup, odborné rady a konzultace, které mi při tvorbě diplomové práce poskytl.

Makroekonomické dopady kurzové politiky ČNB

Abstrakt

Hlavním cílem této diplomové práce je zhodnotit dopady kurzové politiky ČNB na českou ekonomiku. V tomto případě je kurzovou politikou myšleno zavedení kurzového závazku ČNB platného od listopadu 2013. Teoretická část se věnuje zejména měnověpolitickým nástrojům centrální banky, měnověpolitickým režimům, vybraným transmisním mechanismům a také samotným kurzovým intervencím. Praktická část obsahuje analýzu vybraných makroekonomických ukazatelů české ekonomiky. Je zde také provedena analýza vybraných makroekonomických ukazatelů vybraných evropských zemí a jejich následná komparace s Českou republikou. Jednotlivé výstupy analýzy jsou podkladem pro vyvození relevantních závěrů.

Klíčová slova: ČNB, měnověpolitické režimy, měnověpolitické nástroje, transmisní mechanismy, měnový kurz, kurzové intervence, oslabení koruny, inflace, deflace, vývoz

The macroeconomic effects of exchange rate policy of the CNB

Abstract

The main objective of this thesis is to evaluate the effects of the exchange rate policy of the national bank to the Czech economy. In this case, exchange rate policy, meant the introduction of the exchange rate commitment of the CNB valid from November 2013. The theoretical part is dedicated in particular monetary policy instruments of the central bank, monetary policy regimes, the selected transmission mechanisms, and also by exchange rate interventions. The practical part contains the analysis of selected macroeconomic indicators of the Czech economy. There is also analysis of selected macroeconomic indicators of selected european countries and their subsequent comparison with the Czech republic. The individual outputs of the analysis are the basis for drawing relevant conclusions.

Keywords: CNB, monetary policy regimes, monetary policy instruments, transmission mechanisms, exchange rate, foreign exchange intervention, depreciation of the crown, inflation, deflation, export

Obsah

1 Úvod	11
2 Cíl práce a metodika	12
3 Současný stav poznání řešené problematiky	13
3.1 Centrální banka	13
3.2 Měnová politika	14
3.2.1 Operační a zprostředkující cíl	20
3.2.2 Nástroje měnové politiky	20
3.2.3 Vybrané transmisní mechanismy	31
3.3 Kurzové intervence	44
4 Analytická část	49
4.1 Dopady kurzových intervencí na českou ekonomiku	51
4.1.1 Inflace	51
4.1.2 Vývoz.....	57
4.1.3 Spotřeba domácností.....	61
4.1.4 Přímé zahraniční investice	63
4.1.5 Portfoliové investice	66
4.1.6 Vládní dluhopisy.....	68
4.1.7 Cestovní ruch	71
4.2 Komparace české ekonomiky se zahraničními ekonomikami	76
4.2.1 Polsko.....	76
4.2.2 Maďarsko	79
4.2.3 Komparace s Českou republikou	80
5 Výsledky a diskuse	83
6 Závěr	86
7 Seznam použitých zdrojů	87

Seznam grafů

Graf 1 - Expanzivní měnová politika.....	15
Graf 2 - Restriktivní měnová politika	16
Graf 3 - Přímé a nepřímé intervence na devizovém trhu	28
Graf 4 – Vývoj kurzu eura (1 EUR)	49
Graf 5 - Stav devizových rezerv (v mil. Kč).....	50
Graf 6 - Vývoj míry inflace v České republice (meziročně v %).....	51
Graf 7 - Vývoj míry inflace po zavedení intervencí (mezičtvrtletně v %)	52
Graf 8 - Vývoj cen ropy Brent (v USD/barel) a zemního plynu (v USD/1000 m ³)	55
Graf 9 - Složky inflace (meziročně v %)	56
Graf 10 - Změny vývozu zboží (meziročně v %, v mld. Kč)	57
Graf 11 - Spotřeba domácností (meziročně v %)	61
Graf 12 - Toky přímých zahraničních investic (v mil. Kč)	64
Graf 13 - Celkové toky přímých zahraničních investic (v mil. Kč)	65
Graf 14 - Toky portfoliových investic (v mil. Kč)	66
Graf 15 - Celkové toky portfoliových investic (v mil. Kč.)	67
Graf 16 - Vládní dluhopisy v držení nerezidentů (v mld. Kč).....	69
Graf 17 - Vládní dluhopisy v držení nerezidentů za jednotlivá čtvrtletí (v mld. Kč).....	70
Graf 18 - Počet zahraničních návštěvníků (v tis.).....	71
Graf 19 - Výdaje zahraničních návštěvníků (v mil. Kč).....	72
Graf 20 - Návštěvnost v hromadných ubytovacích zařízeních v České republice.	74
Graf 21 - Počet cest českých občanů po České republice a do zahraničí (v tis.).....	75
Graf 22 - Vývoj míry inflace v Polsku	77
Graf 23 - Vývoj vývozu Polska (v mil. EUR)	78
Graf 24 - Vývoj míry inflace v Maďarsku.....	79
Graf 25 - Vývoj vývozu Maďarska (v mil. EUR).....	80
Graf 26 - Vývoj míry inflace vybraných zemí (meziročně v %)	81
Graf 27 - Vývoj vývozu ve vybraných zemích (v mil. EUR).....	82

Seznam tabulek

Tabulka 1 - Členění nástrojů podle dopadu na bankovní systém	21
Tabulka 2 - Vliv operací na volném trhu	22
Tabulka 3 - Vliv diskontních nástrojů	26
Tabulka 5 - Členění systémů měnových kurzů	40

Seznam schémat

Schéma 1 - Vybrané druhy transmisních mechanismů	32
Schéma 2 - Měnový transmisní mechanismus	34
Schéma 3 - Úvěrový transmisní mechanismus	37
Schéma 4 - Kurzový transmisní mechanismus	39

1 Úvod

Česká národní banka plní roli centrální banky České republiky. Jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. K plnění tohoto cíle byl vybrán jeden z měnověpolitických nástrojů, kterým je cílování inflace. Naposledy byl inflační cíl změněn v březnu 2007 a jeho výše byla vyhlášena ČNB na 2 % s tolerančním pásmem ± 1 %. Tento cíl začal platit počátkem roku 2010. Základní měnověpolitický nástroj, který používá ČNB a také většina evropských centrálních bank, jsou úrokové sazby.

Od roku 2008, kdy byl celý svět zasažen finanční a ekonomickou krizí vedoucí k poklesu HDP, inflace a růstu nezaměstnanosti, začala ČNB snižovat úrokové sazby, čímž se snažila zabránit deflačním tlakům a také hrozícímu poklesu cen. Snižováním úrokových sazeb zpravidla dojde ke zvýšení agregátní poptávky, která by měla podpořit růst inflace. V roce 2012 ovšem úrokové sazby klesly na technickou nulu (0,05 %) a inflační cíl 2 % byl neustále vzdálený. Dále také hrozily dezinflační tlaky, a proto musela ČNB jednat. Bylo nutné najít jiný přijatelný měnověpolitický nástroj, prostřednictvím kterého by byla hrozba deflace odvrácena. Tímto měnověpolitickým nástrojem byly vybrány kurzové intervence, které byly vyhodnoceny jako nevhodnější nástroj v prostředí malé otevřené ekonomiky s přebytkem finanční likvidity. V listopadu 2013 byl vyhlášen kurzový závazek, který měl oslabit korunu a udržovat ji na hodnotách „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“. Pokud by došlo k posílení koruny mimo hodnoty „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“, ČNB by opět korunu oslabila, prostřednictvím nákupu cizí měny. V tomto případě je cizí měnou myšleno euro.

Hlavními důvody, proč byly kurzové intervence zavedeny, bylo odvrácení rizika hrozící deflace a navrácení inflace do dvouprocentního inflačního cíle. Intervence měly také podpořit exportní firmy a přispět k rychlejšímu oživení ekonomiky. Ekonomiku měly intervence oživit takovým způsobem, aby bylo možné se co nejdříve navrátit k základnímu měnověpolitickému nástroji, kterým jsou úrokové sazby.

2 Cíl práce a metodika

Hlavním cílem diplomové práce je vyhodnocení vlivu kurzových intervencí na vybrané makroekonomické ukazatele české ekonomiky. Vyhodnocení je provedeno na základě analýzy vybraných makroekonomických ukazatelů v průběhu sledovaného období 2014–2016.

Jedním z vedlejších cílů této práce je vytvoření teoretického zázemí, které zahrnuje vysvětlení základních aspektů měnové, resp. kurzové politiky České národní banky. Dále jsou zde charakterizovány měnověpolitické režimy, měnověpolitické nástroje, vybrané transmisní mechanismy měnové politiky. Zvláštní pozornost je zaměřena na problematiku kurzových intervencí. Druhým vedlejším cílem je provedení komparace české ekonomiky s ekonomikami vybraných evropských zemí.

Tato diplomová práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Metodický postup teoretické části vychází ze sumarizace a zpracování informací získaných studiem odborné literatury a internetových zdrojů. Hlavní náplň praktické části spočívá v rozboru vybraných makroekonomických ukazatelů české ekonomiky, které by měly kurzové intervence ovlivnit. Za makroekonomické ukazatele, které by měly být kurzovým závazkem ČNB ovlivněny, jsou vybrány inflace, vývoz, spotřeba domácností, přímé zahraniční a portfoliové investice, vládní dluhopisy a tržby cestovního ruchu. V praktické části je dále proveden rozbor vývoje míry inflace a vývozu vybraných evropských zemí. Následně je provedena komparace České republiky s těmito státy. K rozboru a následné komparaci jsou vybrány Polsko a Maďarsko. Praktická část je zpracována na základě využití statistických dat poskytovaných Českou národní bankou, Českým statistickým úřadem a Eurostatem. Vývoj vybraných makroekonomických ukazatelů je vyobrazen prostřednictvím pomocného grafického zobrazení.

3 Současný stav poznání řešené problematiky

S tématem kurzová politika souvisí mnoho dalších témat a pojmů, které je nutné stanovit a vysvětlit, aby bylo možné se zabývat kurzovou politikou a jejími dopady na českou ekonomiku. Jedním ze základních pojmů, pod který kurzová politika spadá, je centrální banka.

3.1 Centrální banka

Nezbytným prvkem pro fungování měnové politiky je centrální banka, pro kterou jsou typické dva druhy funkcí. Pokud se jedná o makroekonomické hledisko, je centrální banka emisním monopolem a na starost má také monetární politiku a devizovou činnost. Z pohledu mikroekonomického je centrální banka bankou státu, dohlíží na finanční trh, je bankou bank a reprezentuje stát v monetární oblasti.

Ve srovnání s jinými bankovními institucemi mají centrální banky relativně krátkou historii. Historicky první centrální banka byla založena v 17. století. Další centrální banky byly založeny až mnohem déle a většina jich vznikla ve 20. století. V České republice je vznik centrální banky datován do roku 1926.

V České republice plní funkci centrální banky Česká národní banka (dále jen ČNB), „která je zřízena Ústavou ČR a svou činnost provádí v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů a dalšími právními předpisy“ (Brčák a kol., 2014, s. 205). Sídlo ČNB je v Praze, přičemž má po České republice sedm regionálních poboček. ČNB by měla být nezávislým subjektem, a tudíž všechna rozhodnutí provádět samostatně. Její činnost lze ovlivnit výhradně prostřednictvím zákona. ČNB patří do Evropského systému centrálních bank a také do Evropského systému dohledu nad finančními trhy. Nejvyšším řídicím orgánem ČNB je bankovní rada v jejímž čele je guvernér. Jednotliví členové bankovní rady jsou jmenováni prezidentem republiky na dobu určitou. Základním posláním ČNB je péče o cenovou stabilitu, vydávání mincí a bankovek a řízení peněžního oběhu a dohled na něj. Mezi základní funkce centrální banky patří:

- emisní – emise hotovostních a bezhotovostních peněz;
- provádění měnové politiky – sledování cílů měnové politiky;

- bankovní regulace a dohled - stanovení pravidel, kontrola, dohled;
- banka státu – vedení státních účtů, poskytování úvěrů státu;
- správa devizových rezerv – zabezpečení devizové likvidity, udržení hodnoty devizových rezerv, regulace měnového kurzu;
- reprezentace státu.

Jak již bylo zmíněno výše, jednou ze základních funkcí centrální banky je provádění měnové politiky.

3.2 Měnová politika

Dle Rejnuše je měnová politika regulací nabídky peněz, kterou provádí centrální banka ve snaze dosáhnout stanovených makroekonomických cílů. Mezi tyto cíle patří zejména udržení stability tuzemské měny, zabezpečení vyrovnanosti platební bilance, dosažení plánovaného ekonomického růstu a udržení únosné míry nezaměstnanosti (Rejnuš, 2014, s. 79).

Jílek uvádí, že „měnová politika je regulace operačního cíle (obvykle krátkodobé úrokové míry) centrální bankou prostřednictvím nástrojů měnové politiky za účelem dosažení zprostředkujícího cíle, a nakonec konečného cíle (obvykle cenové stability vyjádřené určitou inflací)“ (Jílek, 2013, s. 16). Taktika měnové politiky je v podobě operačního cíle a realizaci provádí měnová politika prostřednictvím svých nástrojů. Za strategii měnové politiky se považuje zprostředkující a konečný cíl.

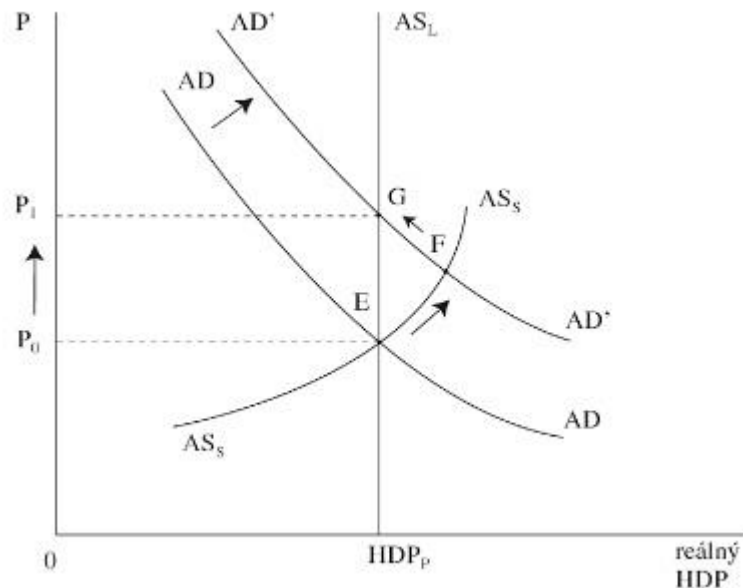
V závislosti na směru nastavení operačního cíle se měnová politika rozlišuje na expanzivní a restriktivní.

Expanzivní měnová politika

Expanzivní měnová politika je krokem centrální banky, při kterém dojde ke snížení krátkodobé úrokové míry. V důsledku toho dojde také ke snížení ostatní úrokové míry v hospodářství. Reakcí na to je ochotnější poskytování nových úvěrů obchodními bankami a zvýšená aktivita klientů v přijímání nových úvěrů. Dochází také ke zvýšenému utrácení domácností a podniků, což znamená zvyšující se rychlost oběhu peněz. Pokud centrální

banka očekává nízkou inflaci, slabé hospodářství a vysokou nezaměstnanost, použije expanzivní měnovou politiku.

Graf 1 - Expanzivní měnová politika



Zdroj: Holman, 2008, s. 355

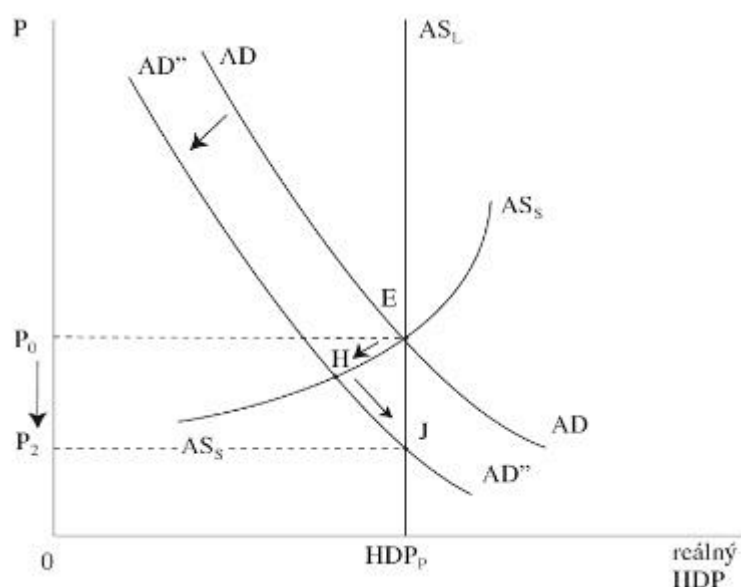
Původní stav ekonomiky byl v rovnováze v bodě E, na úrovni potenciálního produktu a cenové hladině P_0 . Důsledkem expanzivní měnové politiky se posune křivka agregátní poptávky z AD do AD' a novou krátkodobou rovnováhou ekonomiky se stává bod F. Z dlouhodobějšího hlediska ovšem dojde k navrácení potenciálního produktu do bodu G, přičemž se současně zvýší cenová hladina do bodu P_1 .

Restriktivní měnová politika

Restriktivní měnová politika je krokem centrální banky, při kterém dojde ke zvýšení krátkodobé úrokové míry. V důsledku toho dojde také ke zvýšení ostatní úrokové míry v hospodářství. Reakcí na to je menší ochota poskytování nových úvěrů obchodními bankami a umírněná aktivita klientů v přijímání nových úvěrů. Vyjma toho také dochází k tomu, že domácnosti a podniky méně utrácí, což znamená snižující se rychlost oběhu peněz. Centrální banka použije restriktivní měnovou politiku v důsledku očekávání vysoké

inflace, nízké nezaměstnanosti a také příliš rychlého hospodářství, které je spojené s růstem mezd, což vede k růstu spotřebních cen (Jílek, 2013, s. 18).

Graf 2 - Restriktivní měnová politika



Zdroj: Holman, 2008, s. 355

Původní stav ekonomiky byl v rovnováze v bodě E, na úrovni potenciálního produktu a cenové hladině P_0 . Důsledkem restriktivní měnové politiky se posune křivka agregátní poptávky z AD do AD'' a novou krátkodobou rovnováhou ekonomiky se stává bod H. Z dlouhodobějšího hlediska ovšem dojde k navrácení potenciálního produktu do bodu J, přičemž se současně sníží cenová hladina do bodu P_2 .

Kvantitativní uvolňování

Politika kvantitativního uvolňování se někdy též považuje za měnovou politiku. „Rozumí se tím koupě domácích finančních aktiv (tj. nejenom domácích vládních dluhopisů) centrální bankou od obchodních bank a nebankovních jednotek, a to v takové výši, že dochází ke (značnému) navýšení bilanční sumy centrální banky“ (Jílek, 2013, s. 20). V důsledku toho dojde k navýšení likvidity na rezervních účtech obchodních bank u centrální banky. Za cíl kvantitativního uvolňování je považováno snížení strmosti výnosových křivek.

Režimy měnové politiky

Ve velkém množství zemí provádí centrální banky měnovou politiku v rámci některého měnověpolitického režimu. Dle zvoleného měnověpolitického režimu se odvíjí struktura rozhodování a zejména také interpretace daného rozhodování veřejnosti. Základními režimy měnové politiky jsou:

- režim s implicitní nominální kotvou – cílování určité veličiny, která je přijatá interně centrální bankou, přičemž nedojde k jejímu explicitnímu vyhlášení. Úspěšné fungování tohoto režimu je podmíněno vysokou důvěryhodností centrální banky, což vede k dosažení změn inflace, které jsou žádoucí, a jejich očekávání i bez explicitních cílů;
- cílování měnové zásoby – zde je důležité tempo růstu zvoleného peněžního agregátu. Výchozím poznatkem je, že vývoj peněžní nabídky z dlouhodobého hlediska ovlivňuje růst cen. Důležitá je zde volba vhodného peněžního agregátu, který bude centrální banka schopna řídit co nejpřesněji;
- cílování měnového kurzu – zde dochází ke snaze centrální banky zajistit stabilitu nominálního měnového kurzu vůči měně tzv. kotevní země pomocí změn úrokových sazeb a přímých devizových intervencí. Důležitými faktory, které udrží závazek zvoleného měnového kurzu jsou dostatečné devizové rezervy, vhodná kombinace hospodářských politik zajišťující nízký inflační diferenciál ve vztahu ke kotevní zemi. Nevýhodou je zejména ztráta autonomie měnové politiky;
- cílování inflace (Česká národní banka, Jaké jsou režimy měnové politiky, 2017).

Poslední zmíněný měnověpolitický režim, tedy cílování inflace využívá ČNB, a to konkrétně již od roku 1998.

Cílování inflace

Jedná se o měnověpolitický režim, který se přímo pomocí řízení krátkodobé úrokové sazby centrální banky snaží dosáhnout inflačního cíle. Zprostředkující kritérium v tomto režimu není. Přesný termín tohoto režimu zní přímé cílování inflace a v průběhu 90. let 20. století na tento režim přistoupily některé centrální banky.

Hlavními důvody pro zavedení režimu cílování inflace v České republice byly tyto:

- měnový transmissní mechanismus provázelo mnoho problémů (nestabilita peněžního multiplikátoru a důchodové rychlosti peněz, nejasnost vztahu inflace a měnových agregátů);
- centrální banka může sledovat pouze jeden cíl, kterým je stabilita cenové hladiny, a to z důvodu počtu účinných nástrojů, kterými byly operace na volném trhu;
- cílování inflace je transparentním systémem trhu, jehož účinnost může mít vliv na inflační očekávání a stabilizaci úrokové sazby;
- podmínkou pro vstup České republiky do Evropské měnové unie je splnit maastrichtské inflační kritérium;
- nízká inflace vede k maximalizaci tempa růstu HDP v dlouhém období.

Redukovaná forma cílování inflace je vyjádřena ve dvou funkčních vztazích:

1. Reakční funkce centrální banky

$$\text{repo}_t - \text{repo}_E = f_1 [P_t(p_{t+1}) - p^T_{t+1}];$$

kde p^T_{t+1} vyjadřuje inflační cíl centrální banky v čase $t+1$;

$P_t(p_{t+1})$ vyjadřuje podmíněnou inflační prognózu v čase t na čas $t+1$;

repo_t vyjadřuje krátkodobou operativní úrokovou sazbu (repo sazbu) v čase t ;

repo_E vyjadřuje rovnovážnou krátkodobou operativní úrokovou sazbu (repo sazbu).

2. Inflační prognóza

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

kde $x_{t,1} \dots x_{t,n}$ vyjadřují exogenní vysvětlující proměnné obsažené v inflační prognóze

Z těchto dvou funkčních vztahů vychází, že v procesu cílování inflace jsou obsaženy tyto systémové prvky:

- stanovení inflačního cíle;
- tvorba podmíněných a nepodmíněných inflačních prognóz;

- operativní řízení prostřednictvím krátkodobé úrokové sazby centrální banky (Mandel, Tomšík, 2008, s. 257-259).

Když centrální banka stanovuje inflační cíl, stojí před ní rozhodnutí, jakou formu cenového indexu zvolí. Může se rozhodnout pro využití jednoho z tradičně sledovaných cenových indexu, jakým může být třeba celkový index spotřebitelských cen CPI, nebo kvůli cílování inflace upraví standardně definované cenové indexy, kdy se omezí na výběr pouze jádrové nebo čisté inflace. Příčina těchto úprav je taková, že ceny některých komodit jsou velkou měrou závislé na sezónních a cyklických vlivech, čímž vliv centrální banky na střednědobý vývoj těchto komodit ztrácí efektivitu. Problémy se mohou týkat také cen hypotečních úvěrů a cen zboží a služeb, které reguluje stát nebo místní orgány. Tyto komodity a služby nemusí být obsaženy ve standardních cenových indexech, případně může docházet také k očišťování indexu od příslušných cenových vlivů. Plnění inflačního cíle se může vázat ke stanovenému konkrétnímu datu. Inflační cíl může být také stanoven ve formě koridoru pro stanovené období.

Doplňkem systému stanovení inflačního cíle může být také ještě institut výjimek z plnění inflačního cíle. Tento doplněk spočívá v tom, že centrální banka nemusí plnit inflační cíl, a to v situacích, které dopředu vymezí. Tyto situace se týkají zejména případů nabídkových šoků či změn nepřímých daní. „Vymezení věcných výjimek umožňuje centrální bance flexibilnější přístup k měnové politice zejména v případech, kdy jde o exogenní šoky, které v kombinaci s restriktivní měnovou politikou by vedly k výrazným propadům v hospodářském růstu“ (Mandel, Tomšík, 2008, s. 260).

Měnověpolitický režim cílování inflace lze rozlišit na dvě varianty, konkrétně na „striktní“ neboli explicitní a „skrytou“ neboli implicitní. Striktní varianta spočívá v oznámení konkrétních cílovaných hodnot míry inflace. Skrytá varianta spočívá v regulaci krátkodobé úrokové míry centrální bankou z důvodu chybějícího zprostředkujícího kritéria. Cíl cenové stability ovšem není kvantifikován, ale pouze deklarován. Další verze skryté varianty spočívá v existenci dalšího cíle, který představuje podpora ekonomického růstu.

Cílování inflace může být rozšířeno také o druhé operativní kritérium. V roli tohoto kritéria může být vyjma krátkodobé úrokové míry také měnový kurz. V tom případě se jedná o jistou kombinaci cílování inflace a kurzového transmisního mechanismu (Revenda, 2011, s. 201).

Měnová politika, která byla zmíněna výše spočívá v regulaci operačního cíle, přičemž strategií měnové politiky je zprostředkující cíl.

3.2.1 Operační a zprostředkující cíl

Operační cíl

V současné době je ČNB stanoven operační cíl v podobě jmenovité krátkodobé úrokové míry. Mezi dřívějšími operačními cíli byly měnová báze, limity na objem úvěrů nebo limity úrokových měr klientských úvěrů a vkladů. Nástroj, prostřednictvím kterého je dosahováno stanovené krátkodobé úrokové míry jsou operace na volném trhu. Vliv na konečný cíl je nepřímý, prostřednictvím zvyšování nebo snižování krátkodobých úrokových měr.

Zprostředkující cíl

Jiné názvy pro zprostředkující cíl mohou být také mezicíl nebo postupný cíl. Do zprostředkujícího cíle zpravidla spadá daný měnový agregát, tržní dlouhodobá úroková míra nebo měnový kurz, ale také objemy úvěrů, ceny aktiv atp. Pravidlem je existence stabilní vazby mezi konečným cílem a jednou ze zmíněných veličin. Na základě aktuální hladiny zprostředkujícího cíle je stanoven operační cíl. Vše je podmíněno snahou dosáhnout konečného cíle. Daný měnový agregát pro zprostředkující cíl je volen, podle faktu, že s tvorbou peněz současně hrozí budoucí nárůst cenové hladiny, to platí i opačně, kdy při zániku peněz hrozí budoucí pokles cenové hladiny (Jílek, 2013, s. 50-70).

Cíle měnové politiky jsou totožné s cíli makroekonomické politiky. Makroekonomické cíle jsou stanoveny na základě hospodářských potřeb země. V okamžiku, kdy jsou makroekonomické cíle stanoveny, vyvstává základní otázka, zda zvýšit či snížit nabídku peněz v ekonomice. Dalším krokem je výběr vhodných měnověpolitických nástrojů, prostřednictvím kterých lze účinně zvýšit či snížit množství peněz v oběhu (Dwivedi, 2010, s. 528).

3.2.2 Nástroje měnové politiky

Jako základní nástroj měnové politiky, který je používán většinou centrálních bank, jsou považovány operace na volném trhu, prostřednictvím kterých jsou nastavovány měnově

politické úrokové sazby. Operace na volném trhu spočívají v obchodech s cennými papíry mezi centrální bankou a komerčními bankami.

Prostřednictvím dalších nástrojů může centrální banka ovlivňovat měnovou bázi. Pro působení na měnovou bázi využívá centrální změny měr povinných minimálních rezerv a také refinanční úvěry, které poskytuje komerčním bankám.

Devizové intervence, které spočívají v nákupu a prodeji zahraničních měn za domácí měnu, jsou dalším důležitým nástrojem, prostřednictvím kterého centrální banka řídí úroveň měnového kurzu.

Důležitým nástrojem, který působí na úrokové sazby a měnový kurz je také komunikace mezi centrální bankou, představiteli finančního sektoru a odbornou veřejností. Nejčastějšími způsoby této komunikace bývají komentáře a prohlášení jejích představitelů (Polouček, 2013, s. 50-51).

Nástroje měnové politiky centrální banky lze také členit z několika hledisek, ovšem velmi významným hlediskem je členění nástrojů podle dopadu na bankovní systém.

Tabulka 1 - Členění nástrojů podle dopadu na bankovní systém

Nástroje měnové politiky		
<u>Nepřímé</u>	<u>Přímé a nepřímé</u>	<u>Přímé</u>
Operace na volném trhu	Povinné minimální rezervy	Limity úvěrů bank
Diskontní nástroje	Doporučení, výzvy a dohody	Limity úrokových sazeb bank
		Povinné vklady
Kurzové intervence		Pravidla likvidity

Zdroj: Revenda, 2011, s. 221; vlastní zpracování

Nepřímé nástroje měnové politiky

Operace na volném trhu

Nižší účinnost nepřímých nástrojů neplatí pro operace na volném trhu. Jedná se o jeden z neúčinnějších nástrojů v tržní ekonomice, ať už se jedná o regulaci měnové báze, či ovlivňování krátkodobé úrokové míry. Operace na volném trhu spočívají v nákupu nebo

prodeji cenných papírů centrální bankou obchodním a dalším bankám v domácí měně. Aby se jednalo o operace na volném trhu, musí být vždy jednou ze dvou obchodujících stran centrální banka a druhou domácí banka. Cenné papíry mohou být v listinné či zaknihované podobě a operace se provádí vždy bezhotovostně. Může dojít i k obchodování s cennými papíry v zahraničních měnách, to ovšem nelze považovat za nástroj měnové politiky, protože zde nejsou cílem změny operativního kritéria. Příмым cílem tohoto nástroje měnové politiky centrální banky je regulace rezerv bank a/nebo krátkodobé úrokové míry. Za určitých okolností se může současně měnit i měnový kurz domácí měny. Vliv operací na volném trhu je objasněn v tabulce níže.

Tabulka 2 - Vliv operací na volném trhu

Operace na volném trhu	
<u>Nákup cenných papírů centrální bankou</u>	<u>Prodej cenných papírů centrální bankou</u>
Zvýšení rezerv bank	Snížení rezerv bank
Pokles krátkodobé úrokové míry	Růst krátkodobé úrokové míry
Tlak na znehodnocení domácí měny	Tlak na zhodnocení domácí měny

Zdroj: Revenda, 2011, s.223; vlastní zpracování

Operace na volném trhu lze rozdělit na tři základní druhy, a to z hlediska jejich působení na rezervy bank. Jedná se o přímé operace, repo operace a switch operace.

Při *přímých operacích* centrální banka provádí nákup nebo prodej cizích cenných papírů. To přináší trvalé dopady na rezervy bank.

Repo operace tvoří dvě opačné transakce. Při reverzních repo operacích dochází k nákupu cenných papírů centrální bankou a jejich pozdějšímu prodeji, čímž se rezervy bank dočasně zvýší. Prosté repo operace mají přesně opačný průběh, dochází tedy k prodeji cenných papírů centrální bankou a jejich pozdějšímu zpětnému nákupu, čímž dočasně klesnou rezervy bank, které se následně vrátí na původní úroveň. Dočasné dopady se týkají také krátkodobé úrokové míry a měnového kurzu domácí měny. Zpětné transakce mohou nastat buď v přesně určeném termínu, nebo kdykoli do určeného termínu, pokud se tak rozhodně některá z obou zúčastněných stran.

Switch operace se týkají výměny cenných papírů za cenné papíry ve stejném objemu, ale mající jinou lhůtu splatnosti. Operace nemají přímý vliv na rezervy bank, dochází pouze ke změně časové struktury cenných papírů v aktivech centrální banky. Smyslem těchto operací je zejména vliv na krátkodobou a střednědobou úrokovou míru (Revenda, 2011, s. 221-225).

Diskontní nástroje

Jedná se o historicky nejstarší nástroje měnové politiky. Mezi diskontní nástroje patří:

- úvěry, které jsou centrální bankou poskytovány obchodním bankám a dalším domácím bankám převážně bezhotovostně, v domácí měně a mají přesně specifikované podmínky;
- úrokové sazby plynoucí z těchto úvěrů;
- úrokové sazby plynoucí z rezerv bank na účtech u centrální banky;
- podmíněné i vyhlášené úrokové sazby z cenných papírů při operacích na volném trhu.

Zaměřením diskontních nástrojů je regulace rezerv bank a ovlivňování krátkodobé úrokové míry. Ovlivněn je také měnový kurz domácí měny. Úvěry poskytované centrální bankou se dělí na diskontní, lombardní a reeskontní úvěry.

Diskontní úvěry jsou jedním z nejlevnějších zdrojů obchodních a dalších domácích bank, poskytovaných v domácí měně. Poskytnutí diskontního úvěru nemusí být kryto, většinou ale centrální banka krytí vyžaduje, a to v podobě vysoce bonitních aktiv příslušné banky, čímž nejčastěji jsou státní cenné papíry. Mezi další základní podmínky pro získání diskontního úvěru patří dostatečné „finanční zdraví“ příslušné banky a také bezproblémové splácení diskontních úvěrů v předchozích obdobích. Diskontní úvěry jsou úvěry krátkodobého charakteru, kde lhůta splatnosti dosahuje maximálně tří měsíců.

Reeskontní úvěry jsou považovány za jeden z druhů diskontních úvěrů. Jedná se o krátkodobé úvěry, které jsou poskytovány v domácí měně a kryty odkoupenými cennými papíry. Důsledkem je růst vypůjčených rezerv bank. Oproti diskontním úvěrům mají reeskontní sazbu a „nepatrně nižší“ připuštěnou kvalitu cenných papírů. Pokud nemohou

obchodní banky doplňovat likviditu z „běžných“ diskontních úvěrů, využívají čerpání reeskontních úvěrů.

Lombardní úvěry jsou poskytovány centrální bankou obchodním a dalším domácím bankám proti zástavě cenných papírů. Úvěry jsou krátkodobé, kde doba splatnosti dosahuje maximálně 90 dnů a v některých případech jsou tyto úvěry poskytovány pouze „přes noc“. Ve srovnání s diskontními úvěry je úročení lombardních úvěrů vyšší a za předpokladu že hodnota zástavy je vyšší než objem těchto úvěrů, představují lombardní úvěry pro banky relativně drahé úvěrové zdroje. Z toho plyne fakt, že banky čerpají tyto úvěry spíše s cílem posílit likviditu (Rejnuš, 2014, s.82-84).

Diskontní a případně i reeskontní úvěry lze poskytovat dvěma způsoby:

- přímé poskytnutí – dochází k přímému poskytnutí úvěrů v rámci stanoveného limitu příslušné bance za diskontní, případně reeskontní sazbu. Většina tržních ekonomik využívá převážně přímého poskytnutí, které je automatizováno pomocí elektronické sítě;
- poskytnutí na základě aukce nebo tendru – celkový objem úvěru je nabídnut centrální bankou v takovém rozsahu, ve kterém se snaží zvýšit rezervy bank. Úvěry poskytnuté na základě aukce nebo tendru mohou být pouze vysoce krátkodobé diskontní či reeskontní. Jejich průběh je stejně jako u úvěrů s přímým poskytnutím pomocí elektronické sítě a rozlišují se na úrokové a objemové.

Centrální banky prostřednictvím úrokových sazeb nepřímo regulují poptávku po výše zmíněných úvěrech. Zvýšení některé z úrokových sazeb vede za jinak stejných podmínek ke snížení poptávky obchodních bank po daném úvěru. Snížení některé z úrokových sazeb bude mít opačný účinek. Tyto úrokové sazby mohou mít vliv také na krátkodobou případně dlouhodobou úrokovou míru a měnový kurz domácí měny. Diskontní sazba je považována za „cenu peněz“ v ekonomice. Další úrokové sazby, respektive ceny úvěrů, cenných papírů a depozit se odvíjejí od úrovně diskontní sazby.

V oblasti úvěrů lze identifikovat šest hlavních úrokových sazeb:

- diskontní sazba – sazba z diskontních úvěrů, vyhlašovaná centrální bankou.
V delších časových intervalech může být také odvozována zpětně od pohybu jiných

úrokových sazeb z úvěrů, které jsou poskytovány centrální bankou na základě úrokových aukcí nebo tendrů. Jedná se o nejnižší úrokovou sazbu z úvěrů v ekonomice;

- reeskontní sazba – sazba z reeskontních úvěrů centrální banky, která by byla v poměru s diskontní sazbou lehce vyšší. Mohla by být vyhlášena centrální bankou nebo by se opět mohlo jednat o sazbu zpětně odvozenou z úrokových aukcí a tendrů;
- krátkodobá úroková sazba z mezibankovních úvěrů – sazba, která se pohybuje nad úrovní diskontní sazby. Její označení je ustálené a v České republice se jedná o PRIBOR = Prague Interbank Offered Rate;
- lombardní sazba – sazba z lombardních úvěrů, kterou vyhláší centrální banka a je vyšší než mezibankovní sazba;
- základní úroková míra z úvěrů poskytovaných obchodními bankami nebankovním klientům – jedná se o průměr „prima“ úrokových sazeb, za které mohou získat úvěry od bank jen ti nejlepší klienti. Její hodnota se pohybuje nad úrovní krátkodobé mezibankovní úrokové sazby;
- tržní úroková míra z úvěrů poskytovaných obchodními bankami nebankovním klientům – jedná se o průměrné hodnoty ostatních úrokových sazeb z těchto úvěrů. Její hodnota je ve srovnání s výše zmíněnými úrokovými sazbami nejvýše (Revenda, 2011, s. 234-236).

Vliv diskontních nástrojů na rezervy bank, krátkodobou úrokovou míru a měnový kurz je objasněn v tabulce níže.

Tabulka 3 - Vliv diskontních nástrojů

Diskontní nástroje	
<u>Poskytnutí úvěru centrální bankou</u>	<u>Splácení úvěru centrální bance</u>
Růst rezerv bank	Pokles rezerv bank
<u>Zvýšení úrokových sazeb centrální banky</u>	<u>Snížení úrokových sazeb centrální banky</u>
Růst krátkodobé úrokové míry Tlak na zhodnocení domácí měny	Pokles krátkodobé úrokové míry Tlak na znehodnocení domácí měny

Zdroj: Revenda, 2011, s. 237; vlastní zpracování

Kurzové intervence

Hlavním cílem kurzových intervencí je ovlivnit vývoj měnového kurzu domácí měny, nikoliv změna rezerv bank či krátkodobé úrokové míry. Obě tyto veličiny jsou však kurzovými intervencemi ovlivněny. Hodnotu měnového kurzu určuje zejména vztah mezi nabídkou a poptávkou zahraničních měn a domácí měny na devizovém trhu. Dokáže-li centrální banka ovlivnit vztah mezi nabídkou a poptávkou, souběžně se tím změní i měnový kurz.

Nejčastějším typem provádění kurzových intervencí centrální bankou je přímo prodejem či nákupem zahraničních měn za domácí měnu. Druhou stranu tohoto vztahu tvoří obchodní a další banky, pobočky zahraničních bank a mimořádně sem patří i zahraniční centrální banky. Průběh těchto intervencí je bezhotovostní a označují se termínem devizové intervence.

Pokud centrální banka nakoupí zahraniční měnu za domácí měnu, zvýší tak poptávku po zahraniční měně na devizovém trhu. Důsledkem toho se začne domácí měna znehodnocovat, respektive dojde ke zpomalení či zastavení její tendence ke zhodnocení. Naopak pokud centrální banka prodá zahraniční měnu za domácí měnu, zvýší tím nabídku zahraniční měny, což vede k opačnému účinku, ovšem prodej je zde objemově limitován množstvím příslušné měny v devizových rezervách. Devizové intervence mají dopad na rezervy bank a to takový, že nákup zahraničních měn zvýší rezervy bank a prodej zahraničních měn naopak rezervy bank sníží. Centrální banka může prostřednictvím vynucených operací na volném trhu tyto dopady sterilizovat.

Pokud bude při nákupu zahraničních měn současně prodávat cenné papíry, a naopak při prodeji zahraničních měn bude cenné papíry zase kupovat. Těmito sterilizacemi nicméně zároveň dojde ke snížení účinnosti intervencí ve vztahu k měnovému kurzu, a kromě toho mohou operace s cennými papíry mít také vliv na krátkodobou úrokovou míru v opačném směru než samotné intervence.

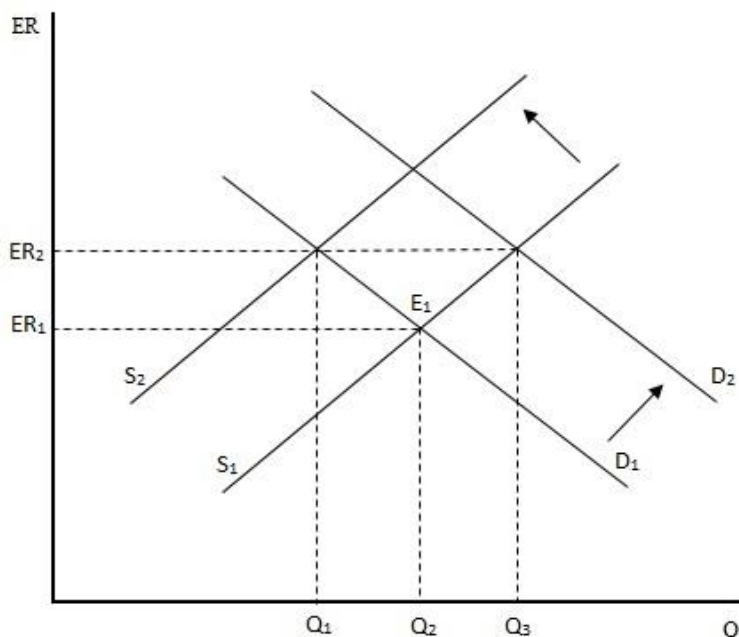
Centrální banka může také provádět intervence nepřímou a to tak, že změní vlastní úrokové sazby. Pokud by sazby vzrostly, mělo by dojít k růstu nabídky po zahraničním kapitálu, naopak pokles sazeb způsobí pokles nabídky zahraničního kapitálu. Změny nabídky po zahraničním kapitálu budou mít vliv na pohyb měnového kurzu.

„Devizové intervence nabývají nejčastěji podob konverzí, které představují prosté nákupy nebo prodeje zahraničních měn za domácí měnu v aktuálním (spotovém) kurzu na spotovém trhu nebo v předem dohodnutém termínovém (forward) kurzu na termínovém trhu“ (Revenda, 2011, s.241). Pokud jsou konverze bez sterilizace, jejich dopad na rezervy bank, měnový kurz domácí měny a krátkodobou úrokovou míru je trvalý.

Swapové operace s měnovými swapy jsou druhou základní podobou devizových intervencí. Swapové operace jsou kombinací promptních a termínových operací, kde nákup nebo prodej zahraniční měny za domácí měnu je spojen s prodejem či nákupem, který proběhne v dohodnutém budoucím termínu a za vyjednaný kurz.

Důsledkem těchto operací dojde k dočasnému ovlivnění krátkodobé úrokové míry, rezerv bank a měnového kurzu (Revenda, 2011, s. 239-242), (Revenda a kol., 2012, s. 234).

Graf 3 - Přímé a nepřímé intervence na devizovém trhu



Zdroj: Durčáková, Mandel, 2010, s. 39; vlastní zpracování

Graf nad textem znázorňuje, jakým způsobem devizové intervence ovlivňují devizový kurz. Lze vidět obě varianty devizových intervencí, tedy přímé na straně devizové nabídky a nepřímé na straně devizové poptávky. Předpokladem je, že devizový kurz má dle plánu hospodářské politiky dosahovat hodnoty ER_2 . Proto je nutná devalvace kurzu domácí měny oproti skutečné situaci na devizovém trhu, kterou představují křivka devizové poptávky D_1 a křivka devizové nabídky S_1 jejichž protnutí je v bodě E_1 při kurzu ER_1 . Centrální banka má dvě možnosti, jak znehodnotit domácí měnu a dostat se tak na hodnotu kurzu ER_2 :

1. prostřednictvím přímých kurzových intervencí, kdy ČNB bude nakupovat zahraniční měnu za domácí měnu, což povede k posunu křivky devizové poptávky z bodu D_1 do D_2 a nový kurz bude odpovídat hodnotě ER_2 ;
2. prostřednictvím nepřímých kurzových intervencí, kdy ČNB bude zvyšovat úrokové sazby, což povede k posunu křivky devizové nabídky z bodu S_1 do S_2 a nový kurz bude opět odpovídat hodnotě ER_2 (Durčáková, Mandel, 2010, s. 38-39).

Přímé nástroje měnové politiky

Limity úvěrů bank

Limity úvěrů bank jsou spolu s operacemi na volném trhu označovány jako neúčinnější nástroje měnové politiky. Limity úvěrů bank spočívají ve stanovení maximálního rozsahu úvěrů, jenž mohou být poskytovány bankami klientům. Tento nástroj měnové politiky přímo ovlivňuje zprostředkující kritérium, které představuje zvolený úvěrový agregát. Hlavní účel limitů úvěrů bank spočívá v regulaci úvěrových agregátů. Vzhledem k tomu, že vklady jsou kumulovány pomocí úvěrů nebankovním subjektům, mají tyto limity vliv i na zprostředkující kritérium v podobě vybraného měnového agregátu. To může vést k nepřímému vlivu na vývoj rezerv bank.

Limity úvěrů bank omezují samostatnost rozhodování bank, čemuž se banky brání, a proto se jedná o nástroj měnové politiky, který je využívám spíše mimořádně.

Limity úrokových sazeb bank

Úrokové sazby, které účtují banky svým dlužníkům nebo nabízejí vkladatelům mohou být také omezeny limity, které stanovuje centrální banka. Limity úrokových sazeb spočívají ve „stanovení maximálních úrokových sazeb z úvěrů bank a maximálních nebo minimálních úrokových sazeb z vkladů u bank za účelem regulace, resp. Stabilizace úrokových sazeb“ (Revenda, 2011, s. 248). Limity úrokových sazeb z úvěrů bank jsou vždy maximálními hodnotami těchto sazeb. Pokud by se limity zvýšily, mohly by v důsledku toho vzrůst úrokové sazby z úvěrů, a naopak. Také vývoj rezerv bank může být ovlivněn těmito limity. Pokud například dojde ke zvýšení limitů při zachování stejné výše diskontní sazby, mohou tyto operace vyvolat pozvednutí poptávky bank po diskontních úvěrech, což může vést k následnému zvýšení rezerv (Revenda, 2011, s. 247-249), (Revenda a kol., s. 237).

Povinné vklady

Dalším přímým nástrojem měnové politiky centrální banky jsou povinné vklady u centrální banky, tento nástroj však není považován za příliš významný.

Povinné vklady se týkají nebankovních subjektů, kterými jsou nejčastěji ministerstva, státní fondy a také vybraných podniků vlastněných státem. V rámci vytyčených povinností může

mít centrální banka vzájemnou dohodu s vládou. Tento nástroj dává vybraným subjektům povinnost provádět některé operace, jako například otevírat běžné účty, ukládat volné peněžní prostředky a další operace pouze u centrální banky. Cílem je kontrolovat pohyby peněžních prostředků vybraných subjektů. Pokud by se zúžila oblast subjektů, kterých by se povinné vklady týkaly, případně by byly povinné vklady zrušeny, vzrostly by rezervy bank a za jinak neměnných okolností by se zvýšily měnové a úvěrové agregáty. Banky by také méně poptávaly úvěry od centrální banky. Subjekty si však mohou vybrat kde uloží své prostředky z důvodu poklesu významu povinných vkladů, které jsou postupně rušeny.

Pravidla likvidity

Posledním přímým nástrojem měnové politiky centrální banky jsou pravidla likvidity. Důvodem jejich použití není regulace operativního či zprostředkujícího kritéria, nýbrž zabezpečit žádoucí úroveň likvidity bank. Tento nástroj může mít vliv na pohyb krátkodobé úrokové míry, měnový kurz domácí měny nebo vývoj rezerv bank. Pravidla likvidity spočívají ve vytyčené struktuře aktiv a pasiv, které mezi sebou musí mít závazné vazby v bilancích jednotlivých bank. Hlavním cílem je regulovat bankovní likviditu (Rejnuš, 2014, s. 89).

Přímé a nepřímé nástroje měnové politiky

Do této skupiny nástrojů měnové politiky se řadí povinné minimální rezervy a doporučení, výzvy a dohody. Zda bude dosahováno cílů prostřednictvím těchto nástrojů přímo či nepřímo, záleží na okolnostech, které naskytnou, a proto není možné tyto dva nástroje zařadit buď pouze do přímých nebo nepřímých nástrojů.

Povinné minimální rezervy

Jedná se o jeden ze základních nástrojů, prostřednictvím kterého lze ovlivnit objem likvidity v bankovním prostředí. V důsledku přebytečné likvidity je od této úlohy povinných minimálních rezerv upouštěno a jejím hlavním cílem je tvorba rezervy prostředků, která zajišťuje bezproblémový mezibankovní platební styk. „Na základě zákona o České národní bance je každá banka (včetně stavebních spořitelen), pobočka zahraniční banky, která má v ČR bankovní licenci nebo se rozhodne v ČR podnikat na základě tzv. "Jednotné licence" a

od 1. 1. 2012 i družstevní záložna (dále jen „banka“) povinna držet na svém účtu u ČNB PMR, tzn. určitý předem stanovený objem likvidních prostředků“ (Česká národní banka, Měnověpolitické nástroje, 2017). Stanovená výše povinných minimálních rezerv je 2 % ze základny pro jejich výpočet. Tato základna je tvořena primárními závazky, které má daná banka ve vztahu k nebankovním subjektům. Tyto závazky jsou podmíněné splatností, která nesmí přesáhnout dva roky. Jednotlivé banky musí u centrální banky udržovat takové prostředky, jejichž průměr za dané období se rovná stanoveným povinným minimálním rezervám. Tyto prostředky úrokuje centrální banka jednotlivým bankám dvoutýdenní repo sazbou (Česká národní banka, Měnověpolitické nástroje, 2017).

Doporučení, výzvy a dohody

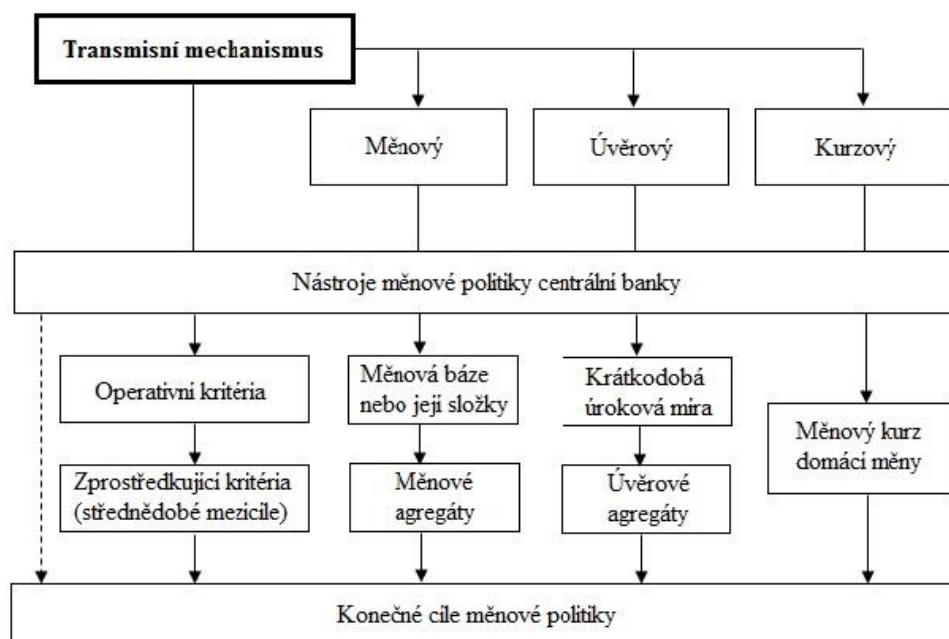
Jedná se o poslední nástroj měnové politiky centrální banky. Význam tohoto nástroje však spočívá spíše v doplnění některých výše zmíněných monetárních nástrojů a jehož prostřednictvím centrální banka ještě více konkretizuje podmínky vzájemného působení s bankami. Tento nástroj může nabývat více podob, konkrétně se jedná o:

- doporučení, pro která jsou charakteristická obecně formulovaná přání centrální banky ve vztahu k bankám;
- výzvy, které jsou již důraznějšího a více konkrétního rázu;
- dohody, které jsou známe spíše pod pojmem gentlemanské dohody. Tyto dohody mají písemnou formu a po jejich uzavření se stávají pro banky závaznými (Revenda, 2011, s. 251).

3.2.3 Vybrané transmisní mechanismy

V souvislosti s nástroji měnové politiky je důležitým pojmem transmisní mechanismus. Transmisní mechanismus je řetězec vazeb a událostí, které na základě nastavení nástrojů měnové politiky vedou k dosažení požadovaných cílů stanovených centrální bankou. Transmisnímu mechanismu předchází změny v nastavení nástrojů měnové politiky (Česká národní banka, Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky, 2017).

Schéma 1 - Vybrané druhy transmisních mechanismů



Zdroj: Revenda, 2001, s. 83; vlastní zpracování

Počátkem transmisního mechanismu jsou změny v nastavení měnověpolitických nástrojů, které vedou ke změnám chování zprostředkujících trhů, což prostřednictvím dalších zprostředkujících trhů způsobí změny na cílových trzích. Vývoj těchto cílových trhů chce ovlivnit centrální banka. Jak budou komerční banky reagovat na změny měnověpolitických nástrojů je podstatnou úlohou v transmisních mechanismech (Polouček, 2013, s. 49).

Transmisní mechanismus může také působit souběžně více kanály, konkrétně čtyřmi. Jedná se o úvěrový kanál, výdajový kanál, kanál měnového kurzu a podnikatelský kanál. Vliv na domácí poptávku po zboží a službách mají úvěrový, výdajový a podnikatelský kanál.

Úvěrový kanál

Tento kanál spočívá v nabídce úvěrů od bank a poptávce po úvěrech klienty. Klienty jsou myšleny domácnosti a podniky. Úvěrový kanál ovlivňuje objem úvěrů, tedy peněžní zásobu, která se dlouhodobě promítá v hodnotách inflace. Pokud se sníží tržní krátkodobá úroková míra, zvýší se poptávka po úvěrech od domácností a podniků, čímž dojde ke zvýšení peněžní zásoby, která způsobí růst inflace HDP a zaměstnanosti.

Podnikatelský kanál

Zde se zvyšuje či snižuje podnikatelská aktivita. Domácí poptávka je ovlivněna podnikatelskou aktivitou přímo i nepřímo, a to pomocí peněžní zásoby. Pokud se sníží tržní krátkodobá úroková míra, zvýší se podnikatelská aktivita, která má vliv na domácí poptávku, konkrétně na její zvýšení. Sled těchto událostí vede ke zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti.

Výdajový kanál

Výdajový kanál spočívá v rozhodnutí domácností a podniků, zda upřednostní výdaje nebo budou spořit. To má vliv na rychlost oběhu peněz. S vyšší snahou domácností a podniků utrácet se při konstantní peněžní zásobě rychlost oběhu peněz zvyšuje. Pokud se rychlost oběhu peněz zvyšuje nerovnoměrně s objemem vyrobené produkce, respektive objem vyrobené produkce se zvyšuje pomaleji, dochází k inflaci. Pokud se tržní krátkodobá úroková míra sníží, domácnosti a podniky upřednostní výdaje, čímž se zvýší domácí poptávka, která vede k růstu inflace, HDP a zaměstnanosti.

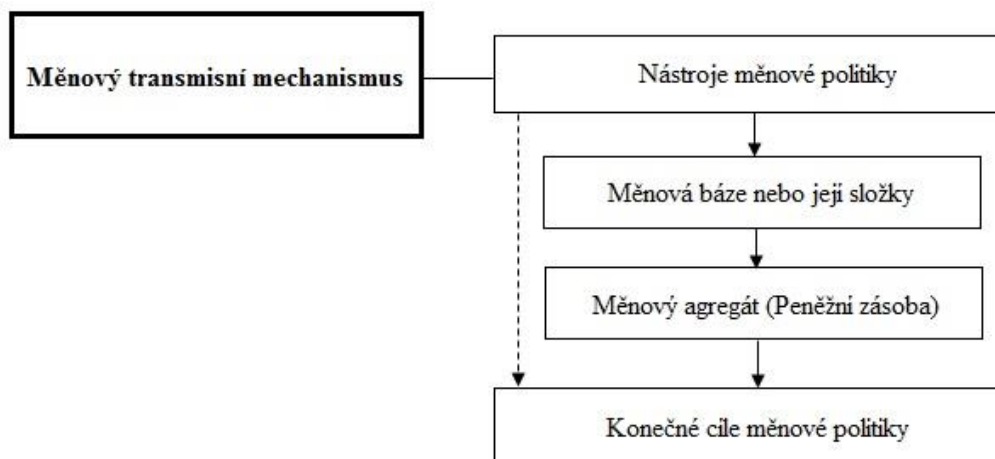
Kanál měnového kurzu

Měnový kurz je ovlivněn změnami krátkodobých úrokových měr pomocí toků kapitálu. Na tocích kapitálu se projeví změny rozdílu domácích a zahraničních úrokových měr. Pokud se sníží tržní krátkodobé úrokové míry domácí měny, dojde k odlivu kapitálu do zahraničí. To snižuje atraktivitu domácí měny, což vede k oslabení domácí měny. Oslabená domácí měna vede ke zvýšení cen dováženého zboží a služeb, čímž se zvýší cenová hladina. „V režimu proměnlivých měnových kurzů snížení tržní krátkodobé úrokové míry způsobuje okamžité oslabení domácí měny, což se projeví jednak ve zvýšené zahraniční poptávce po domácím zboží a službách a jednak ve snížené zahraniční nabídce zahraničního zboží a služeb; poté dochází k zvýšení inflace, HDP a zaměstnanosti“ (Jílek, 2004, s. 460-465).

Níže v textu jsou podrobněji definovány vybrané druhy transmisních mechanismů. Konkrétně byly vybrány měnový, úvěrový a kurzový transmisní mechanismus.

Měnový transmisní mechanismus

Schéma 2 - Měnový transmisní mechanismus



Zdroj: Revenda, 2011, s. 150; vlastní zpracování

Je jedním z možných přístupů provádění měnové politiky. Základním operativním kritériem je zde měnová báze a zprostředkujícím kritériem je peněžní zásoba, která má formu vybraného měnového agregátu. Měnová báze, která představuje oběživo a celkové rezervy bank je obsažena v pasivech bilance centrální banky. Emisí peněz, kterou provádí centrální banka se rozumí zvýšení měnové báze. Opakem je stažení peněz, což je způsobeno snížením měnové báze. Většinu operací provádí banky bezhotovostním způsobem, což vede ke změnám bezhotovostních rezerv bank a ne oběživa. Aby byl měnový transmisní mechanismus účinný, musí být splněny některé podmínky. Jednou z nich je, že centrální banka musí být schopná ovlivnit prostřednictvím svých nástrojů vývoj měnové báze či jejích složek.

Centrální banka má tři způsoby na zvýšení měnové báze. Poskytování úvěrů bankám je první způsob zvýšení měnové báze. Což současně vede ke zvýšení pohledávek vůči bankám na aktivech. Pokud banky své úvěry splácí, snižují se pohledávky vůči bankám současně s jejich rezervami. Krytím těchto úvěrů jsou obvykle nakoupené dluhové cenné papíry.

Nákupy cenných papírů jiných emitentů od obchodních bank je druhý způsob zvýšení měnové báze. Položka aktiv se zvýší o nakoupené cenné papíry. Později může dojít k nákupu

cenných papírů bankami od centrální banky. Důsledkem toho by se snížily položky na aktivech a také pasivní položka, kterou jsou rezervy bank.

Posledním způsobem zvýšení měnové báze jsou nákupy zahraničních měn od obchodních bank za domácí měnu. Dojde ke zvýšení devizových rezerv v položce aktiv. Naopak při prodeji zahraničních měn se sníží devizové rezervy na aktivech bank, sníží se rezervy bank v pasivech bilance centrální banky.

Další podmínkou, kterou musí splňovat centrální banka, aby byl měnový transmisní mechanismus účinný je udržování relativní stability vazeb mezi vývojem měnové báze a vývojem peněžní zásoby. Běžné vklady nebankovních subjektů mohou být multiplikovány obchodními bankami v domácí měně. Multiplikátor zmíněných vkladů je v podobě čísla a vyjadřuje:

- v užším pojetí vzájemný vztah rezerv bank a běžných vkladů nebankovních subjektů;
- v širším pojetí se jedná o vzájemný vztah běžných vkladů nebankovních subjektů a součtu rezerv bank a oběživa, které představuje měnovou bázi.

Vazby mezi měnovou bází a měnovými agregáty jsou konstruovány poměrem daného měnového agregátu a měnové báze, popřípadě poměrem jejich změn.

Peněžní multiplikátor ve statické podobě je termín pro poměr měnového agregátu a měnové báze, který vyjadřuje, jaké dosáhl daný měnový agregát výše ke stanovenému datu a při stanovené výši měnové báze.

Statistický peněžní multiplikátor

$$m \text{ (peněžní multiplikátor)} = \frac{\text{měnový agregát}}{\text{měnová báze}} = \frac{M1}{MB}$$

Peněžní multiplikátor v dynamické podobě je termín pro poměr změny měnového agregátu a měnové báze, který vyjadřuje změnu měnového agregátu při jednotkové změně měnové báze v příslušném období.

Dynamický peněžní multiplikátor

$$m \text{ (peněžní multiplikátor)} = \frac{\text{změna měnového agregátu}}{\text{změna měnové báze}} = \frac{\Delta M1}{\Delta MB}$$

Jednotlivé peněžní multiplikátory ovlivňuje mnoho faktorů, většinu z nich ovšem centrální banka nemůže ovlivnit, protože leží mimo pole její působnosti.

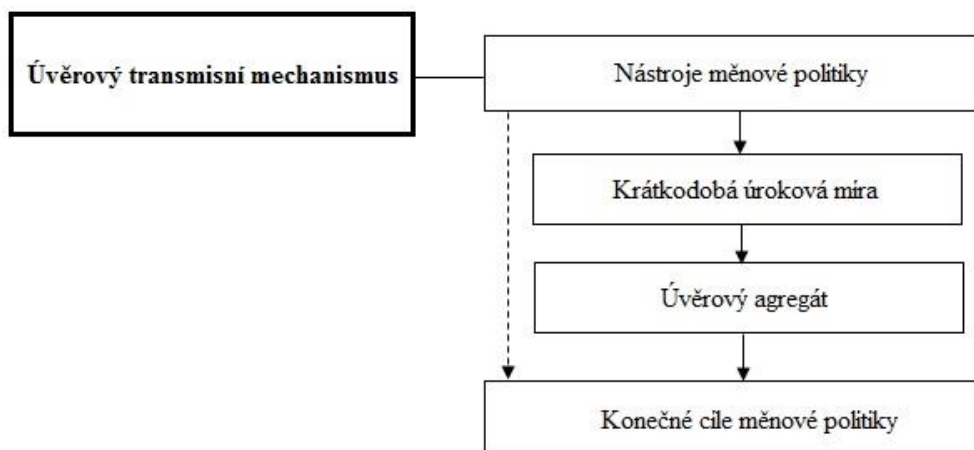
Poslední podmínkou je udržení relativní stability vazeb mezi vývojem měnových agregátů a vývojem cenové hladiny nebo nominálního hrubého domácího produktu.

Zprostředkujícím kritériem měnového transmisního mechanismu je měnový agregát a úkolem centrální banky je rozhodnout, který měnový agregát je nejvíce vhodný. Centrální banka má tři kritéria podle, kterých posuzuje vhodnost daného měnového agregátu. Mezi tyto tři kritéria patří:

- do jaké míry centrální banka ovlivní vývoj měnového agregátu;
- kvantitativní údaje o vývoji jednotlivých složek měnových agregátů musí být dobře dostupné a spolehlivé;
- mezi vývojem měnového agregátu a vývojem konečného cíle monetární politiky musí existovat vazby (Revenda, 2011, s. 150-167).

Úvěrový transmisní mechanismus

Schéma 3 - Úvěrový transmisní mechanismus



Zdroj: Revenda, 2011, s. 172; vlastní zpracování

Za druhý základní transmisní mechanismus měnové politiky se považuje úvěrový transmisní mechanismus ve třech základních podobách, které závisí na zprostředkujícím kritériu. Zprostředkujícím kritériem zde mohou být dva úvěrové agregáty či dlouhodobá úroková míra. Operativní kritérium je tvořeno krátkodobou úrokovou mírou. Prostřednictvím zmíněného operativního kritéria je centrální bankou ovlivňován vybraný úvěrový agregát pro dosažení konečných cílů. Aby byl úvěrový transmisní mechanismus účinný, jsou jeho základem stejně jako u měnového transmisního mechanismus tři podmínky.

První podmínka spočívá v tom, že centrální banka musí být schopna prostřednictvím svých nástrojů ovlivnit krátkodobou úrokovou míru. Pod krátkodobou úrokovou mírou si lze představit krátkodobou úrokovou sazbu z mezibankovních úvěrů, státních cenných papírů či cenných papírů centrální banky. Tuto veličinu ovlivňuje zejména vztah nabídky a poptávky na daném trhu, a proto vliv centrální banky na její vliv je pouze nepřímý.

Další podmínka je stanovená následujícím způsobem. Mezi krátkodobou úrokovou mírou a vývojem úvěrových agregátů je nutné udržovat relativní stabilitu vazeb. Měly by platit následující vztahy:

- důsledkem růstu krátkodobé úrokové míry se zpomalí tempo růstu daného úvěrového agregátu, případně může hrozit jeho úplný pokles;

- důsledkem poklesu krátkodobé úrokové míry se naopak tempo růstu úvěrového agregátu zvýší, ovšem za podmínek uspokojené vyšší poptávky po úvěrech věřiteli.

Vazby mezi krátkodobou úrokovou mírou a vývojem úvěrových agregátů jsou centrální bankou sledovány prostřednictvím složitějších modelů. Základem těchto modelů jsou empirické údaje, pomocí kterých je odhadován vývoj úrokové elasticity poptávky po úvěrech.

Poslední podmínkou je udržení relativní stability vazeb mezi vývojem úvěrových agregátů a vývojem konečných cílů. Jak již bylo zmíněno výše, zprostředkujícím kritériem úvěrového transmisního mechanismu může být daný úvěrový agregát, eventuálně dlouhodobá úroková míra. Stejně jako u předchozího transmisního mechanismu má centrální banka tři kritéria podle, kterých posuzuje vhodnost daného měnového agregátu. Mezi tyto tři kritéria patří:

- do jaké míry centrální banka ovlivní vývoj úvěrového agregátu;
- zda jsou kvantitativní údaje o vývoji jednotlivých složek měnových agregátů dostupné a spolehlivé;
- mezi vývojem úvěrového agregátu a vývojem konečného cíle monetární politiky musí existovat vazby.

Úvěrový transmisní mechanismus lze na základě zvolených úvěrových agregátů rozdělit na dvě primární formy.

Úvěrový transmisní mechanismus v široké podobě

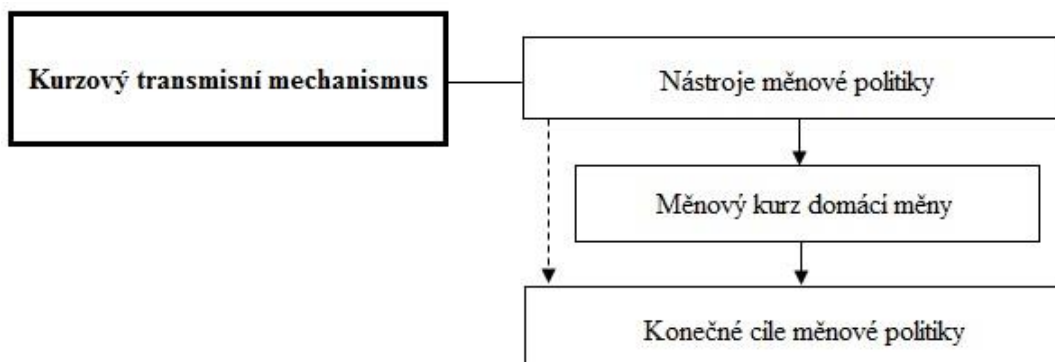
O tuto formu úvěrového transmisního mechanismu se jedná, pokud zprostředkujícím kritériem je celkový stav úvěrů. Pokud se zvýší úrokové sazby z bankovních úvěrů patrně dojde k poklesu poptávky po těchto úvěrech a v důsledku toho dojde současně k nárůstu čerpání úvěrů od nebankovních věřitelů, obzvláště pokud dojde k menšímu růstu úrokových sazeb z nebankovních úvěrů nebo nevzrostou vůbec. Tímto jsou bankovní úvěry vytěsňovány úvěry nebankovními, čímž se snižuje účinnost měnové politiky, jelikož centrální banka prostřednictvím svých nástrojů dokáže ovlivnit hlavně chování bank.

Bankovně-úvěrový transmisní mechanismus

Je druhou formou úvěrového transmisního mechanismu, kde zprostředkujícím kritériem je celkový stav úvěrů, které poskytují bankovní instituce. Zde je průběh zcela opačný. Zvýšení úrokových sazeb z bankovních úvěrů patrně vyvolá pokles poptávky po těchto úvěrech, to ovšem nemá za následek nárůst čerpání úvěrů od nebankovních věřitelů jako tomu bylo u předchozí formy transmisního mechanismu. Jelikož z pohledu nabídky úvěrů jsou věřitelé v dané ekonomice bezvýznamní. Měnová politika je zde účinnější, protože bankovní úvěry nejsou vytěšňovány úvěry nebankovními (Revenda, 2011, s. 172-183).

Kurzový transmisní mechanismus

Schéma 4 - Kurzový transmisní mechanismus



Zdroj: Revenda, 2011, s. 202; vlastní zpracování

Jedná se o další transmisní mechanismus využívaný centrální bankou. „Postup založený na kriteriální roli měnového kurzu, prostřednictvím jehož ovlivňování se měnová autorita pokouší ovlivnit vývoj jiných makroekonomických veličin, je označován za kurzový transmisní mechanismus“ (Revenda, 2011, s. 202). Roli kritéria měnové politiky plní nominální měnový kurz, nejde ovšem rozlišit jeho zařazení, jestli je operativním či zprostředkujícím kritériem. Zde je nutné vysvětlit nominální měnový kurz. „Nominální měnový kurz je kurz, při kterém může jednotlivec směnit měnu jedné země za měnu jiné země“ (Mankiw, 2000, s. 624). Velký význam zde má vývoj nabídky a poptávky po zahraničních měnách v domácí ekonomice, což vyplývá z podstaty, že měnový kurz představuje cenu zahraniční měny vyjádřené v domácí měně, popřípadě opačně. Vklady

v zahraničních měnách jsou obsaženy v měnových agregátech. Ovlivňování peněžní zásoby centrální bankou v měnovém transmisním mechanismu má nepřímý vliv rovněž na měnový kurz. Nicméně jeho vývoj je buď ukazatelem nebo se jedná o konečný cíl.

Systémy měnového kurzu

S kurzovým transmisním mechanismem souvisí také systém měnového kurzu, který se člení na více druhů. V kurzovém transmisním mechanismu musí být v zásadě použit limitovaný měnový kurz.

Tabulka 4 - Členění systémů měnových kurzů

Měnové kurzy		
<u>Limitované</u>	<u>Nelimitované</u>	<u>Administrativně stanovené</u>
S přirozenými limity	Řízený floating	Korigované rozpočtovými nástroji
S umělými limity	Volný floating	Korigované devizovými nástroji
Fixní		Diferencované

Zdroj: Revenda, 2011, s. 205; vlastní zpracování

Systémy měnových kurzů zobrazené v tabulce nad textem jsou rozčleněny podle následujících základních kritérií:

- zda je měna směnitelná či ne, čímž se vyznačuje její kvalitativní charakter;
- „způsoby stanovení a změny základní úrovně kurzu, a to v případě existence ústředního kurzu, respektive centrální parity;
- stanovení pásem fluktuace (oscilace) kurzů, případně i v rámci společného postupu více zemí;
- zásahy do pohybů měnového kurzu – intervence centrální banky či jiné instituce, korigování a diferenciací kurzů“ (Revenda, 2011, s. 204).

Limitované měnové kurzy

Dříve, když byly národní měny vázány na zlato a zároveň se za zlato daly směnit objevovaly se měnové kurzy s *přirozenými limity fluktuaace*. Základní úroveň kurzu tvořil poměr zlatých obsahů daných měn a od tohoto poměru se mohl vychýlit oběma směry uvnitř těchto přirozených limitů. Rozsah těchto limitů tvořily náklady na balení, přepravu a pojištění zlata při cestování mezi jednotlivými zeměmi. Při hrozbě vychýlení daného kurzu mimo tyto limity, bylo více výhodné obchodovat přímo ve zlatě.

Dnes se využívají kurzy, kde jsou určeny *umělé limity fluktuaace*. Základní úroveň kurzu je obvykle stanovena centrální bankou. Centrální banka také stanovuje symetrické procentní odchylky pro oba směry. Základní úroveň kurzu, popřípadě centrální paritu lze upevnit na delší časové období. Další eventualitou je centrální parita v pohyblivé formě stanovená na konci daného dne a splatná pro den následující. Tato centrální parita se stanovuje na základě aktuálního kurzu domácí měny k zahraniční měně. Pokud se aktuální měnový kurz vychýlí z určeného pásma, centrální banka je nucena provést intervence na devizovém trhu. Důsledkem případného dlouhodobějšího vychýlení kurzu z určeného pásma musí být rozšířena pásma fluktuaace, případně musí být změněna centrální parita.

V případě *fixního kurzu* je stanovena centrální parita pro dlouhodobý časový horizont a kurzu není „povoleno“ se odchylovat.

Nelimitované měnové kurzy

Do této kategorie patří *řízený floating*, který spočívá ve vnitřně vymezených orientačních hodnotách měnového kurzu centrální bankou. Překročení těchto hodnot vyvolá snahu centrální banky intervenovat.

Některé centrální banky nemají na vývoj měnového kurzu z dlouhodobého hlediska vliv, respektive neintervenují. Tento měnový kurz se označuje termínem *čistý floating* a je tvořen vztahem mezi poptávkou a nabídkou po dané měně.

Administrativně stanovené měnové kurzy

Korigované měnové kurzy se upřednostňují v centrálních plánovaných ekonomikách. Spočívají v přepočtu oficiálních kurzů na jiné hodnoty. Rozdíly mezi zahraničními a tuzemskými cenami jsou vyrovnány prostřednictvím rozpočtových dotací a odvodů, či

podnikovými devizovými fondy a dalšími devizovými nástroji.

Korigování kurzů v oblasti cestovního ruchu je obdobné. Zde je nutné rozlišit kurz na devizový a valutový. *Devizový kurz* se týká obchodních plateb a *valutový* oblasti cestovního ruchu.

V závislosti na různých odvětvích, případně výrobků a služeb, mohou v ekonomice existovat *kurzy diferencované*, jejichž výše se odvíjí zejména od nákladů na získání zahraničních měn při exportu zboží a také na vývozních, případně dovozních záměrech. Například nadhodnocení měny by vyvolalo omezení vývozu surovin.

Stejně jako to bylo u dvou předchozích transmisních mechanismů, i kurzový musí plnit základní podmínky, aby byl účinný. Na rozdíl od předchozích mechanismů jsou zde však základní podmínky pouze dvě.

První podmínkou je, že centrální banka musí být schopná prostřednictvím svých nástrojů ovlivnit výši kurzu. Jak již bylo zmíněno v kapitole Nástroje měnové politiky, vliv centrální banky může být přímý, či nepřímý prostřednictvím kurzových intervencí.

Vývoj měnového kurzu ovlivňují také některé faktory na straně nabídky a poptávky.

- Na straně nabídky působí zejména rozsah exportu zboží a služeb, import důchodu, transferů a krátkodobého a dlouhodobého kapitálu.
- Na straně poptávky působí zejména rozsah importu zboží a služeb, export důchodu, transferů a krátkodobého a dlouhodobého kapitálu.

Další faktory, které nepřímo ovlivňují úroveň měnového kurzu jsou výše úrokových měr v ekonomice, vývoj cenové hladiny a systém měnového kurzu.

- Pokud je hodnota tuzemské úrokové míry vyšší, než zahraniční dojde za jinak neměnných podmínek k přílivu zahraničního kapitálu, což povede ke zhodnocení domácí měny.
- Pokud jsou hodnoty tuzemské míry inflace nižší než zahraniční, vyvolá to z dlouhodobého hlediska tlaky na zhodnocení domácí měny.
- Systém měnového kurzu je faktor, který má velký vliv na kurzové riziko. Kurzové riziko představuje pravděpodobnost náhlých výkyvů domácí měny. Výše kurzového

rizika je závislá na šíři stanoveného kurzového pásma, čím je tedy pásmo širší, tím je kurzové riziko vyšší. Nejvyšší kurzové riziko přináší řízený floating (Revenda, 2011, s. 202-211).

Druhou podmínkou účinnosti kurzového transmisního mechanismu je, že centrální banka musí udržovat relativní stabilitu vazeb mezi vývojem měnového kurzu a konečných cílů. Jak již bylo uvedeno výše v textu, nominální měnový kurz je cena zahraniční měny vyjádřená v domácí měně. Zde je nutné doplnit vysvětlení pojmu reálný měnový kurz. Ten představuje podíl zahraniční a domácí cenové hladiny, kde prostřednictvím nominálního měnového kurzu je zahraniční měna převedena na jednotky domácí měny. Dalo by se říci, že za reálný kurz lze „směňovat zboží a služby z jedné země za zboží a služby z jiné země“ (Mankiw, 2001, s. 625). Prostřednictvím následující rovnice je možné vyjádřit vztah reálného a nominálního měnového kurzu:

$$R = E \times \frac{P^*}{P}$$

kde	R	reálný měnový kurz;
	E	nominální měnový kurz;
	P*	zahraniční cenová hladina;
	P	domácí cenová hladina (Jurečka, 2010, s. 285).

Depreciace (apreciace) je znehodnocení (zhodnocení) neboli oslabení (posílení) měnového kurzu domácí měny vůči měně zahraniční. K tomuto znehodnocení (zhodnocení) dochází samovolnými interakcemi devizové nabídky a poptávky. K depreciaci dojde, pokud nabídka dané měny převyšuje poptávku po této měně. K apreciaci tak logicky dojde za opačného stavu, tedy pokud poptávka po dané měně převyšuje nabídku po této měně. Depreciace (apreciace) může nastat, jak v režimu plovoucího kurzu, tak i v režimu pevného kurzu. Devalvace (revalvace) je výraz pro znehodnocení (zhodnocení) domácí měny v rámci systému fixního kurzu. Je výsledkem cílených kroků CB (příp. vlády). Devalvace způsobuje zlevnění vyváženého zboží na zahraničních trzích, a naopak růst cen dováženého zboží na domácích trzích (Neumann a kol., 2010, s.63).

3.3 Kurzové intervence

Kurzové intervence byly již podrobně definovány na s. 23 v rámci kapitoly Nástroje měnové politiky. Jak již bylo zmíněno v této kapitole, nejčastější provedení kurzových intervencí je ve formě nákupu či prodeje zahraniční měny centrální bankou za domácí měnu ve snaze ovlivnit míru zhodnocení domácí měny.

Devizové rezervy

S pojmem devizové intervence souvisí také pojem devizové rezervy. Devizové rezervy představují finanční rezervy centrální banky v cizí měně a jsou jednou z nejvýznamnějších položek na aktivech centrální banky. Centrální banka drží devizové rezervy zejména z důvodu případného zajištění vnějších potřeb státu při nepříznivých situacích. Další využití je při provádění měnové politiky, kde slouží jako měnověpolitický nástroj, kterým centrální banka ovlivňuje hodnotu kurzu. Prostřednictvím devizových rezerv dochází k vyrovnávání rozdílů mezi nabídkou a poptávkou po domácí měně. Pokud jsou ekonomiky s režimem plovoucího kurzu, k tomuto vyrovnání dojde samovolně. Dalším režimem je řízený plovoucí kurz, kde mají centrální banky možnost provádět intervence na devizovém trhu, aby nedošlo k nadměrným výkyvům hodnot kurzu, které by mohly vést k ohrožení cenové stability nebo konkurenceschopnosti ekonomiky. V režimu řízeného plovoucího kurzu pracuje ČNB již od roku 1997. Až do roku 2013 využívala intervencí jen výjimečně, a to zejména proto, že jejím hlavním měnověpolitickým nástrojem v režimu cílování inflace byly změny úrokových sazeb. Pokud ovšem dojde k dosažení nulových hodnot úrokových sazeb centrální banky a současně bude na základě ekonomického vývoje nutné dále uvolňovat měnovou politiku, nastane situace pro použití intervencí (ČNB, Devizové rezervy a devizové intervence, 2017).

Kurzové intervence

Jak již bylo výše zmíněno, ČNB začala kurzové intervence využívat na konci roku 2013, konkrétně od 7. listopadu. Mezi lety 2012 a 2013 došlo v České republice k hospodářskému útlumu, který byl provázen zvýšenou nezaměstnaností a snížením příjmů a spotřeby domácností a také zisků a investic firem. Reakcí ČNB na tento vývoj bylo využití jejího hlavního měnověpolitického nástroje, tedy úrokových sazeb a to tak, že koncem roku 2012

snížila jejich hodnotu na technickou nulu (0,05 %). Na této hodnotě měly být dle závazku ČNB úrokové sazby ponechány, dokud to bude potřebné. Cílem ČNB neustále bylo a je udržet cenovou stabilitu, čímž se ČNB snaží podpořit stabilní vývoj české ekonomiky. Pro případ nutnosti dalšího uvolnění měnové politiky byla ČNB od podzimu roku 2012 připravená využít další měnověpolitický nástroj, kterým byl vybrán měnový kurz. Zejména proto, že tento nástroj je účinnější než jiné měnověpolitické nástroje v podmínkách České republiky. Těmito podmínkami je myšlena mála otevřená ekonomika s dlouhodobým přebytkem likvidity v bankovním sektoru. Již důsledkem vyhlášení ČNB o použití měnového kurzu, došlo na přelomu roku 2012/13 k oslabení kurzu koruny, čímž byly zbrzděny dezinflační tendence. Protiinflační dopady recese a útlumu na trhu práce, které odeznívaly velice pomalu byly současně s poklesem cen surovin a energií příčinou snižování cenové hladiny. Dle očekávání ČNB měla cenová hladina klesnout až k nule. ČNB se tedy rozhodla jednat, a proto začala od 7. listopadu 2013 využívat kurzové intervence.

Pokud by k tomuto rozhodnutí nedošlo, obávala se ČNB deflace. Pokles cen nakupovaného zboží a služeb je na úrovni národního hospodářství velmi nepříznivý a nevíтанý jev, až se může jevit jako pozitivní skutečnost. Tomuto vývoji se snaží centrální banky předcházet. Pokud totiž domácnosti odkládají své nákupy v souvislosti s tím, že očekávají pokles cen, dochází k odsouvání poptávky v čase. Snížená či odsunutá poptávka vede ke snížení výroby, což je příčinou toho, že firmy propouštějí. Propouštění firmami vede ke snížení příjmů domácností a také ke snížení zisků podniků, což vyvolá další pokles cen. Tento cyklus se stále opakuje a říká se mu deflačně-recesní spirála. Pokud se do této spirály nějaká ekonomika dostane, je velice těžké se z ní dostat. Tomuto deflačnímu riziku se snažila ČNB předejít, a proto začala intervenovat, čímž se snažila co nejrychleji navrátit hodnotu inflačního cíle na 2 %, což je dostatečná a bezpečná vzdálenost od deflačních hodnot (ČNB, Důvody a přínosy oslabení koruny, 2017).

Zavedení kurzových intervencí mělo stejný cíl jako hlavní měnověpolitický nástroj, tedy úrokové sazby. Plnit inflační cíl ČNB, který byl stanoven ve výši 2 %. Jinak řečeno se ČNB snažila o to, aby nedošlo k deflaci, aby plnění 2 % cíle bylo zajištěno udržitelným způsobem a aby se co nejrychleji vrátila situace, při které bude moci ČNB využívat svého standardního měnověpolitického nástroje, tedy úrokových sazeb.

ČNB se zavázala udržovat kurz koruny vůči euru „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“ a v případě

vychýlení od hodnoty „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“ bude provádět intervence na devizovém trhu za účelem oslabit kurz koruny. Pokud se kurz dostane na úroveň slabší, než je 27 CZK/EUR a ČNB tuto úroveň nezařadí do hodnot „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“, bude kurz ovlivňován pouze vývojem nabídky a poptávky na devizovém trhu.

Při provádění kurzových intervencí může ČNB využít nekonečné množství korun, za které poté nakoupí cizí měnu. Pouze ČNB vydává peníze v papírové a elektronické podobě, a proto má toto privilegium (ČNB, Kurzový závazek ČNB, 2017).

Dopady kurzových intervencí

Kurzové intervence, které znehodnocují korunu vůči euru, mohou mít více dopadů. Jedním z těchto dopadů je nárůst dovozních cen, čímž také vzroste celková cenová hladina na domácím trhu, jinak řečeno vzroste inflace. Menší vliv mají na podporu domácí ekonomické aktivity. Zvýšené dovozní ceny mohou vést k vyšší poptávce po domácím zboží a službách. Znehodnocení koruny vůči euru také vede k podpoře vývozu, což způsobuje růst cenové konkurenceschopnosti a ziskovosti podniků. Vlivem kurzových intervencí dostanou vývozci více peněz v domácí měně. Domácnosti postupně zjišťují, že se nevyplatí čekat na další pokles cen a začnou více spotřebovávat. Vlivem intervencí by také mohlo dojít ke zvýšenému zájmu zahraničních investorů o přímé zahraniční a portfoliové investice, neboť platí, že čím slabší koruna, tím levnější pořízení korunových investic, tj. investic v ČR. Zvýšený zájem ze strany zahraničních investorů by mohl nastat také u vládních dluhopisů, které jsou pořizovány i se záporným úrokem, protože jejich kupující očekávají, že koruna zhodnotí, a tudíž platby dluhopisů v silnější CZK budou generovat vyšší platby v EUR či USD. Znehodnocení koruny vůči euru bude výhodné pro zahraniční turisty, pro které bude v České republice vše levnější, což může vést k tomu, že zahraniční turisté začnou Českou republiku více navštěvovat a budou zde více utrácet (ČNB, Měnový kurz jako nástroj měnové politiky, 2017).

Názory odborníků na zavedení kurzových intervencí

Zavedení kurzových intervencí ČNB vyvolalo řadu reakcí, ať už kritických či nikoliv, z řad odborníků i široké veřejnosti. Následující text obsahuje názory na zavedení kurzových intervencí několika odborníků z oblasti ekonomie.

Václav Klaus (ekonom, bývalý prezident ČR) a Jiří Weigl (ekonom, člen Národní ekonomické rady vlády – NERV) označili kurzové intervence ČNB za chybné a riskantní rozhodnutí, a to z hned z několika důvodů. Prvním důvodem byla nejasná ekonomická situace (pětileté období stagnace), která panovala v České republice, a proto by nebylo vhodné aktivistickou politikou ČNB tuto nejistotu ještě zvyšovat. Druhý důvod byl ten, že nedostatečná nabídka peněz nebyla příčinou absence ekonomického růstu. Třetím důvodem byly efekty devizových intervencí, které jsou sporné, ale mají ovšem nesporné náklady. Oslabením koruny se okamžitě zdraží dovážené zboží, což může ještě více oslabit domácí poptávku. Tyto kroky by naopak měly podpořit export, ovšem velké množství exportérů je závislé na dováženém zboží, na jehož základě poté vyváží. Proto lze jen těžko očekávat dlouhodobější pozitivní efekty intervencí na export. Podle Klause je také nesmysl držet se dlouhodobě inflačního cíle, a tudíž je i nesmyslné provádět politiku, prostřednictvím které má být tohoto cíle dosaženo. Sami bankéři si tento cíl stanovili a nejdná se o žádnou shůry posvěcenou hodnotu. Inflace ve výši 2 % za 10 let znehodnotí měnu o 22 % a pokud by trvala 20 let, znehodnocení by bylo jednou takové a činilo by 49 % (Institut Václava Klause, Omyl devizových intervencí ČNB, 2013).

Jiří Rusnok (guvernér ČNB od července 2016) na jednu stranu chápal činy ČNB, a měl v jejich kroky plnou důvěru. Na druhé straně měl také pochopení pro bouřlivé reakce z řad veřejnosti, ať už se jednalo o odborníky či laiky, a to zejména proto, že se jednalo o neortodoxní krok, který byl pro mnohé překvapivý. Jiří Rusnok si ovšem myslí, že v krátkém časovém horizontu by mohly kurzové intervence české ekonomice prospět. Kurzové intervence podle něho prý zvýšily českou konkurenceschopnost, posílily český export, ale také tuzemské výrobce, kteří se setkávají se zahraniční konkurencí na domácím trhu (Peníze.cz, Měnová intervence ČNB, 2013).

Petr Mach (ekonom a politik) s kurzovými intervencemi nesouhlasil. Tvrdil, že ČNB provedla intervence, aby oslabilu měnu a zvýšila inflaci, což je v rozporu s primárním cílem, kterým je stabilita cenové hladiny. Poukazuje také na to, že kurzové intervence se jeví jako nespravedlivé, některým pomůžou jiným zase ne. Tím, že ČNB bude tisknout koruny, aby mohla nakupovat euro, poroste peněžní zásoba, která zvýší ceny a na to všichni doplatí.

Centrální bance se budou zvyšovat devizové rezervy, ovšem na úkor úspor občanů. Podle Petra Macha dojde spíše k rozkolísání ekonomiky centrální bankou, namísto péče o stabilní vývoj. „Umělé oslabení koruny vede k tomu, že stát zvýhodní jedny na úkor druhých“ (Peníze.cz, Měnová intervence ČNB, 2013).

Jan Bureš (hlavní ekonom Patria Finance) se domníval, že kurzové intervence ČNB budou mít nejisté dopady a pokud mají mít význam bude je muset ČNB provozovat v dlouhodobějším časovém horizontu. Podle Jana Bureše bude vlivem oslabené koruny zdražovat dovážené zboží, čímž poroste cenová hladina. Pokládá si otázku, zda bude mít dražší dovážené zboží dlouhodobější účinky či nikoliv. Dezinflace v prostředí české ekonomiky přímo souvisí se slabou domácí poptávkou. Pokud vlivem oslabené koruny nezrychlí růst domácí poptávky, nelze ani očekávat výrazné urychlení návratu inflace do inflačního cíle. Podle Jana Bureše musí ČNB věřit, že prostřednictvím intervencí dojde k rozhýbání i slabé domácí poptávky, i když primárním cílem je dosažení dvouprocentního inflačního cíle (Peníze.cz, Měnová intervence ČNB, 2013).

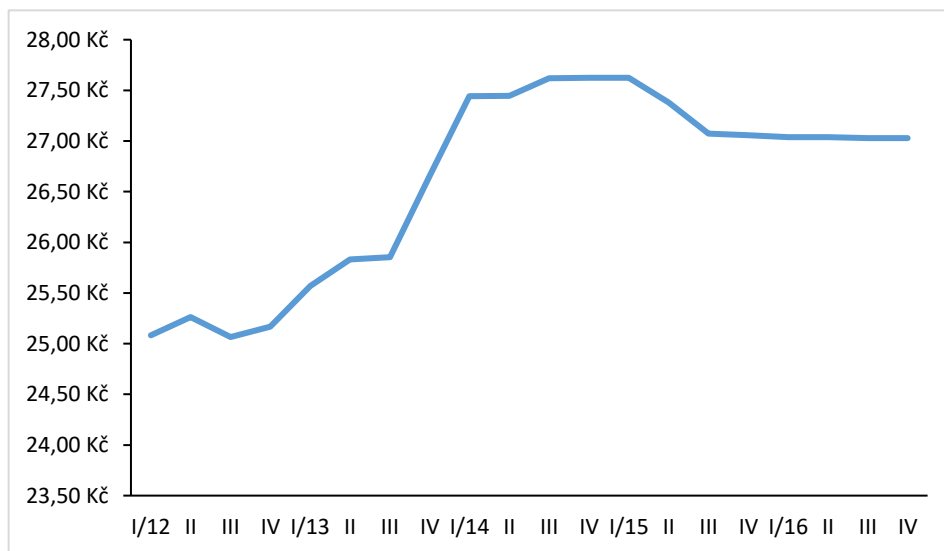
Pavel Kohout (ekonom, bývalý člen Národní ekonomické rady vlády – NERV) si myslí, že kurzové intervence ČNB byla chyba a neexistují žádné rozumné důvody proč měly být kurzové intervence použity. Redukce hodnoty úspor lidí v přepočtu na cizí měnu není dobrý krok. Není také důvod proč oslabenou korunou podporovat export, když obchodní bilance v České republice je dostatečně vysoká. Také podotýká, že deflace, neboli pokles cen není příčinou kurzových intervencí ale důsledkem. Vlivem zvyšování daní, ke kterému došlo několikrát za poslední roky mají domácnosti méně peněz na útratu. Lidé nemají peníze, což se projevuje na nedostatečné poptávce a poklesu cen. Deflace, kterou způsobí pokles cen surovin je neškodnou deflací. Finanční trh by měl fungovat přirozeně. Dle slov Pavla Kohouta by české ekonomice pomohla stabilizace podnikatelského prostředí, což ovšem nepatří mezi možnosti fungování měnové politiky (Investiční web, Pavel Kohout, 2013).

4 Analytická část

Analytická část je rozdělena na dvě kapitoly. První kapitola se věnuje analýze možných dopadů intervencí, které již byly vymezeny výše v kapitole kurzové intervence. Na základě analýzy je vyhodnoceno, zda intervence byly skutečně příčinnou těchto dopadů. Ve druhé kapitole této části je provedena ekonomická komparace České republiky s vybranými evropskými státy.

Zahájení kurzových intervencí v listopadu 2013 se výrazně projevilo na kurzu koruny vůči euru. Graf 4 zobrazuje vývoj kurzu eura za období 2012–2016. Jedná se o čtvrtletní průměrné hodnoty.

Graf 4 – Vývoj kurzu eura (1 EUR)

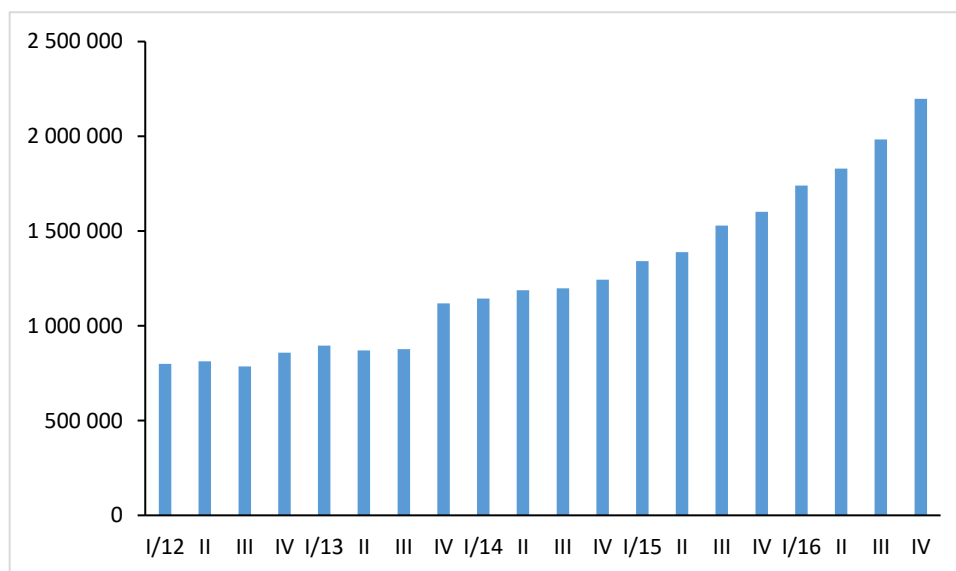


Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že již v prvním čtvrtletí roku 2014 vystřelil kurz vlivem intervencí ČNB nad hodnotu 27 Kč, konkrétně na 27,441 Kč. Poté byl po čtyři čtvrtletí držen nad hodnotou 27,5 Kč, následně mírně poklesl a od třetího čtvrtletí 2015 byl udržován poblíž hladiny 27,0 Kč. Po celé období 2014–2016 tedy kurz nikdy nepoklesl pod hodnotu 27 Kč, což byl také závazek ČNB před zavedením intervencí. Udržovat kurz koruny vůči euru „poblíž hladiny 27 CZK/EUR“

Zahájení kurzových intervencí mělo také výrazný vliv na stav devizových rezerv ČNB. Následující graf znázorňuje stav devizových rezerv ČNB v mil. Kč za jednotlivá čtvrtletí v letech 2012–2016.

Graf 5 - Stav devizových rezerv (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Z grafu je patrný růst devizových rezerv již ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013, kdy v listopadu došlo k zavedení kurzových intervencí. Ve třetím čtvrtletí roku 2013 dosahovaly devizové rezervy hodnoty 876 170 mil. Kč a ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku vzrostly na hodnotu 1 118 380 mil. Kč. Za rok 2014 nedošlo k markantnímu růstu devizových rezerv, kdy vzrostly o 125 908 mil. Kč. Ke značnému nárůstu devizových rezerv došlo v roce 2015. Z hodnoty 1 244 288 mil. Kč v roce 2014 vzrostly na 1 600 926 mil. Kč. K ještě markantnějšímu růstu došlo v roce 2016 kdy se devizové rezervy vyšplhaly až na 2 197 931 mil. Kč. Je patrné že ČNB provedla velký objem intervencí zejména v průběhu let 2015 a 2016. Růst devizových rezerv pokračoval také v lednu roku 2017, kdy ČNB nakoupila eura za rekordních 391 mld. Kč. Jedná se o nejvyšší částku od listopadu 2013, kdy ČNB intervence spustila a nakoupila eura za zhruba 200 mld. Kč.

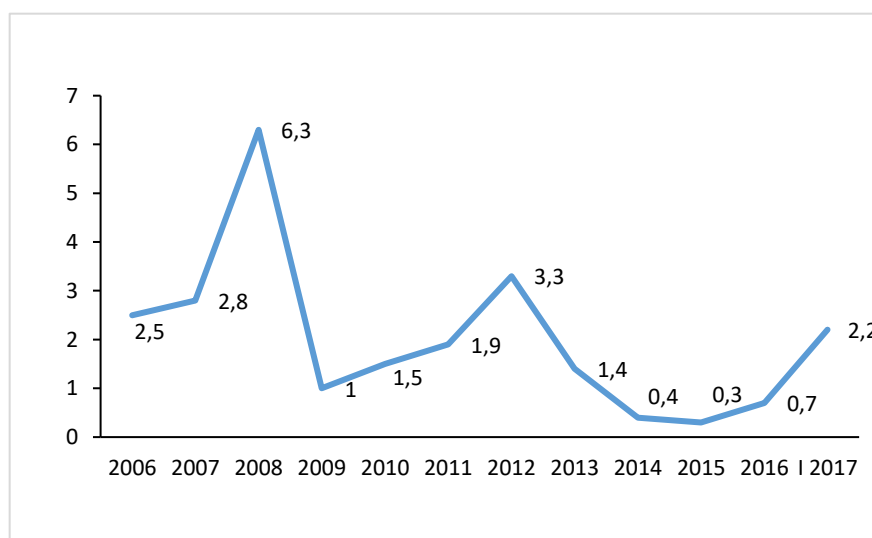
4.1 Dopady kurzových intervencí na českou ekonomiku

Hlavními důvody zahájení intervencí byly hrozící deflace a také dosažení 2 % inflačního cíle. Zvýšení cenové hladiny by mělo být také dopadem kurzových intervencí v souvislosti se zvýšenými cenami dováženého zboží.

4.1.1 Inflace

Graf 6 znázorňuje vývoj míry inflace před intervencemi a po jejich zavedení. Na grafu jsou znázorněny průměrné hodnoty v jednotlivých letech plus je zde zahrnut první měsíc roku 2017. Jedná se o míru inflace, která je vyjádřena přírůstkem indexu spotřebitelských cen ke stejnému měsíci předchozího roku.

Graf 6 - Vývoj míry inflace v České republice (meziročně v %)



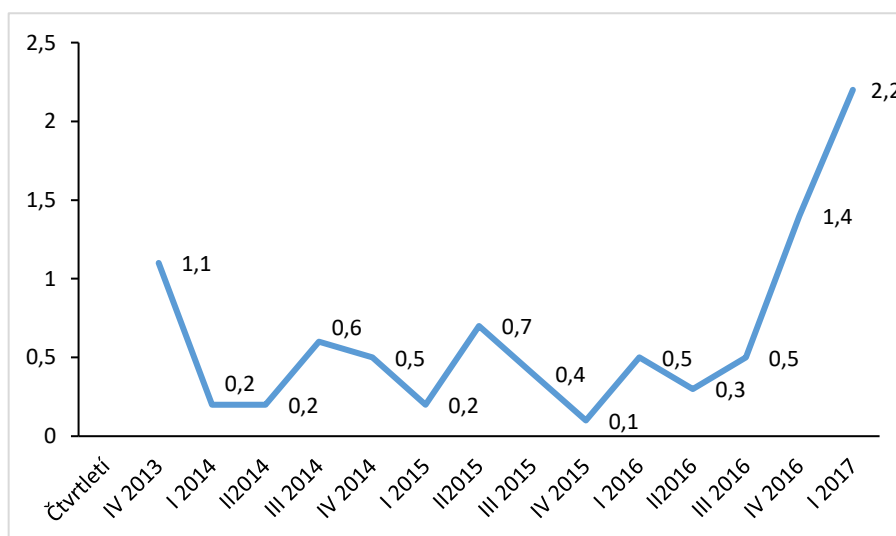
Zdroj: ČSU; vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že v období před intervencemi, tedy od roku 2006 do roku 2013, došlo ke dvěma značným vychýlením míry inflace. Největší hodnoty dosáhla míra inflace v roce 2008 a to 6,3 %. Poté se výrazně vychýlila ještě jednou, a to v roce 2012, kdy dosáhla hodnoty 3,3 %. Jak je možné vidět v letech 2014–2016 se míra inflace pohybovala poblíž 0 a až

v posledním měsíci roku 2016 se její hodnota dostala do 2 % inflačního cíle. V lednu roku 2017 inflace dokonce převýšila inflační cíl o 0,2 procentního bodu. Důvodů vysoké hodnoty míry inflace v roce 2008 (6,3 %) bylo hned několik. Došlo ke značnému růstu cen potravin, zvýšila se sazba DPH z 5 % na 9 % u některých skupin zboží a služeb, zvýšila se spotřební daň u tabákových výrobků, vzrostly ceny energií a regulovaného nájemného a také byly zavedeny regulační poplatky ve zdravotnictví. Jak již bylo zmíněno, druhý největší výkyv nastal v roce 2012 kdy míra inflace dosáhla hodnoty 3,3 %. Příčinou tohoto vychýlení bylo zejména zvýšení snížené sazby DPH z 10 % na 14 %.

Následující graf znázorňuje vývoj míry inflace od konce roku 2013 do současnosti, tedy po zavedení kurzových intervencí. Jsou zde zahrnuty hodnoty míry inflace za jednotlivá čtvrtletí, přičemž hodnoty za první čtvrtletí roku 2017 jsou stanoveny na základě prognózy ČNB.

Graf 7 - Vývoj míry inflace po zavedení intervencí (mezičtvrtletně v %)



Zdroj: ČSU; vlastní zpracování

Jak je možné z grafu vidět, míra inflace se v období 2014–2016 pohybovala kolem 0 a nebyla vyšší než 1 %. Až ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 je znatelný nárůst míry inflace.

2014

V první polovině roku 2014 klesla míra inflace na nízko, avšak kladnou hodnotu 0,2 % a nacházela se hluboko pod hodnotou inflačního cíle. Poté stoupla na 0,6 % a ve čtvrtém čtvrtletí mírně spadla na hodnotu 0,5 %. Výraznější pokles míry inflace byl zabráněn oslabením koruny a současně také oživující domácí poptávkou. Růst cen byl nejpomalejší od roku 2003. Důvodem slabého růstu cen byla zejména dlouhodobá dezinflace v eurozóně. Ta se do České republiky dostala prostřednictvím dovozních cen a také dobrou úrodou zemědělských plodin. Dobrá úroda byla příčinnou stlačení cen všech druhů obilovin. Levnější ovšem byla také zelenina a zahradnické produkty, brambory, ovoce a průmyslové plodiny. Dalším důvodem nízké inflace byl pokles cen ropy a zemního plynu. Poklesly také ceny průmyslových výrobců, konkrétně o 0,8 %. Příčinnou bylo prohloubení deflace v těžbě a dobývání. Zde již po tři roky klesaly ceny uhlí a v lednu došlo dokonce ke skokovému zlevnění dodávek elektřiny a plynu. V průběhu celého roku 2014, kromě prosince, byl prostřednictvím zahraničního zboží do České republiky dovážen meziroční cenový růst. Ceny dováženého zboží vzrostly o 1,9 %, v prosinci ovšem došlo k jejich stejnému poklesu. Nejmarkantnější pokles dovážených cen se týkal minerálních paliv a maziv, které klesly o 20,9 % (ČSU, Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014, 2015).

2015

V průběhu roku 2015 míra inflace poměrně kolísala. V prvním čtvrtletí spadla o 0,3 %, poté stoupla na 0,7 %, ve třetím čtvrtletí došlo opět k poklesu na 0,4 % a posledním čtvrtletí tohoto roku míra inflace klesla ještě více, a to na hodnotu 0,1 %. Průměrná hodnota míry inflace byla 0,3 %, což byla nejnižší hodnota od roku 2003 (0,1 %). První a čtvrté čtvrtletí tohoto roku bylo pro českou ekonomiku deflační hrozbou, neboť ceny v obou čtvrtletích rostly pouze o 0,1 %, naopak druhé a třetí čtvrtletí přineslo růst cen o 0,7 % a 0,4 %. Příčinnou tohoto mírného růstu cen byly především nabídkové faktory. Největší vliv na snížení cenové hladiny měl pokles ceny ropy, jejíž průměrná cena za barel ropy Brent se snížila z 99 amerických dolarů v roce 2014 na 52,3 dolarů v roce 2012. Dezinflaci ovšem podporoval také pokles cen zpracovatelského průmyslu v eurozóně, které mají vliv na ceny dovozu do České republiky. Současně také klesaly ceny živočišné výroby, které se projevíly v cenách potravin. Dalším důvodem zpomalení cenového vývoje bylo snížení cen ve skupině

zdraví, což způsobilo zrušení regulačních poplatků za výdej léků na recept a poplatků při návštěvě lékaře. Ceny naopak stouply u tabáku. Jejich nárůst o 7,6 %, který byl způsoben zvýšením spotřebních daní, byl hlavním důvodem proč česká ekonomika v roce 2015 neskončila v deflaci. Došlo také k poklesu cen průmyslových výrobců a to o 3,2 %, což byl největší pokles v historii české ekonomiky. V souvislosti s poklesem ceny ropy došlo ve třetím a čtvrtém čtvrtletí k rychlejšímu poklesu cen v průmyslu oproti dvěma předchozím čtvrtletí. Ceny průmyslových cen klesaly v prvním a druhém čtvrtletí o 3,3 % a 2,3 %, zatímco ve třetím a čtvrtém čtvrtletí klesaly už o 3,6 % a 3,5 %. Pokles cen se týkal také zemědělských výrobků, které klesly o 6 %, což bylo způsobeno zejména propadem výkupních cen živočišné výroby. Tento propad o 10,5 % byl způsoben zákazem dovozu zemědělských produktů a potravin do Ruské federace a také zrušením mléčných kvót. Ceny dováženého zboží klesly o 1,9 % i přes provádění kurzových intervencí. Příčinou tohoto poklesu byly nižší ceny ropy a klesající ceny v oblasti zpracovatelského průmyslu eurozóny. V průběhu celého roku ceny dováženého zboží klesaly následovně, v prvním čtvrtletí o 1,5 %, ve druhém čtvrtletí došlo k jejich stagnaci, ve třetím čtvrtletí klesly o 2,6 % a ve čtvrtém o 3,8 % (ČSU, Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2015, 2016).

2016

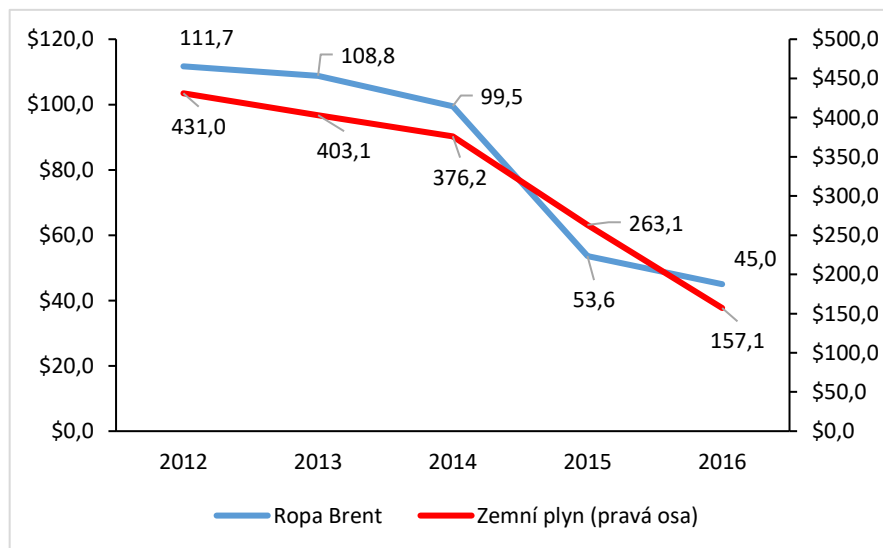
V průběhu roku 2016 míra inflace rostla i klesala. V prvním čtvrtletí stoupla o 0,4 % na hodnotu 0,5 %, poté spadla na 0,3 %, ve třetím čtvrtletí došlo k opětovnému růstu na hodnotu 0,5 % a posledním čtvrtletí tohoto roku míra inflace stoupla až na hodnotu 1,4 %. Průměrná hodnota míry inflace v roce 2016 byla 0,7 %, což byl oproti předchozím dvěma letům mírný vzrůst. Hlavní faktory útlumu cenového růstu byly opět ceny potravin a pohonných hmot. Pokles cen ropy Brent nebyl tak patrný jako předchozí rok. V prvním čtvrtletí sice spadla cena za barel ropy na 33,7 dolarů, ovšem ve druhém a třetím čtvrtletí cena mírně vzrostla na 45,5 dolarů a 45,9 dolarů. S vývojem cen ropy souvisí také ceny průmyslových výrobců, které průměrně klesaly o 4 %. V průběhu tohoto roku také zpomalil pokles cen potravin a nealkoholických nápojů, které ve druhé polovině roku klesaly už jen o 0,8 % procent, zatímco v prvním a druhém čtvrtletí klesaly o 1,7 % a 2,4 %. Rostly naopak ceny alkoholických nápojů a tabáku, jejichž nárůst v druhé polovině roku byl 4,5 %. Ceny zemědělských výrobců klesaly o 5,2 %. Hlavní příčinou byly ceny hospodářských zvířat a

živočišných výrobků, které poklesly o 2,1 % a 16,3 %. V prvních třech čtvrtletí tohoto roku poklesly dovozní ceny o 5,2 % na čemž se největší měrou podílela cena ropy (ČSU, Vývoj ekonomiky České republiky v 1. – 3. čtvrtletí roku 2016, 2016).

V posledním měsíci tohoto roku vzrostla míra inflace na hodnotu 2 % a dosáhla tak po čtyřech letech inflačního cíle. Důvodem bylo zrychlení růstu potravin a také se zde projevilo zavedení elektronické evidence tržeb v odvětví stravovacích a ubytovacích služeb, které se na celkové inflaci podílelo odhadem 0,2 %. Rychlý nárůst potravin způsobily zejména ceny pečiva, mléčných výrobků, vajec, zeleniny a cukru. V průběhu čtvrtého čtvrtletí také odezníval pokles cen pohonných hmot a v prosinci došlo dokonce k jejich růstu o 4,3 %. V závěru roku již tak protiinflačně nepůsobily dovozní ceny, jejichž příčinnou byly klesající ceny průmyslových výrobců eurozóny (ČNB, Zprávy o inflaci – I 2017, 2017).

Graf 8 znázorňuje vývoj cen ropy Brent v dolarech za barel a zemního plynu v dolarech za 1000 m³ v průběhu let 2012–2016. Jedná se průměrné roční hodnoty.

Graf 8 - Vývoj cen ropy Brent (v USD/barel) a zemního plynu (v USD/1000 m³)

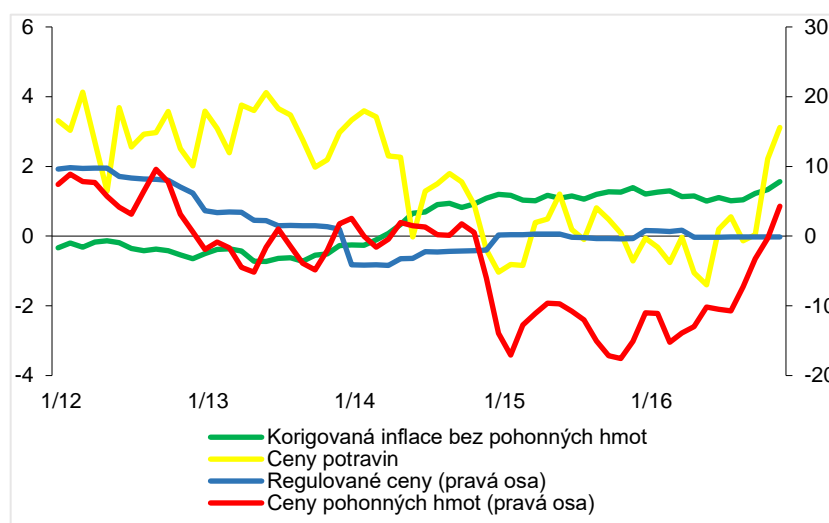


Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Jak je možné vidět na grafu 8, ceny ropy Brent a zemního plynu v průběhu let klesaly. Rapidní pokles je viditelný zejména u zemního plynu od roku 2014. Ovšem i ropu postihl

od roku 2014 více než poloviční pokles. Pokles cen ropy a zemního plynu byl hlavním důvodem proč v české ekonomice v průběhu let 2014–2016 nedošlo k růstu cenové hladiny. Graf 9 zobrazuje vývoj jednotlivých složek inflace v průběhu let 2012–2016. Jedná se o meziroční změny vyjádřené v procentech. Jednotlivé složky jsou bez vlivu změn nepřímých daní s výjimkou regulovaných cen.

Graf 9 - Složky inflace (meziročně v %)



Zdroj: ČNB

Z grafu je patrný meziroční pokles zejména u cen potravin a u cen pohonných hmot. Zejména tyto dvě složky působily na popud kurzových intervencí a tlačily cenovou hladinu dolů. Koncem roku 2016 ovšem došlo k markantnímu meziročnímu procentuálním růstu obou zmíněných skupin, což také způsobilo růst cenové hladiny v prosinci 2016 na hodnotu 2 %, čímž se inflace dostala do požadovaného inflačního cíle ČNB.

Dle ČNB bylo zavedení kurzových intervencí správným rozhodnutím a kurzové intervence tak zachránily českou ekonomiku před hrozící deflací. Otázkou ovšem je, zda by deflace byla pro českou ekonomiku hrozbou. Zejména ekonom Pavel Kohout tvrdil, že deflace způsobená poklesem cen surovin je neškodnou deflací. Nelze ovšem říci, že intervence táhly cenovou hladinu k inflačnímu cíli. Inflačního cíle 2 % bylo dosaženo až v prosinci roku 2016, tedy tři roky po zavedení kurzových intervencí. Cenová hladina měla růst zejména

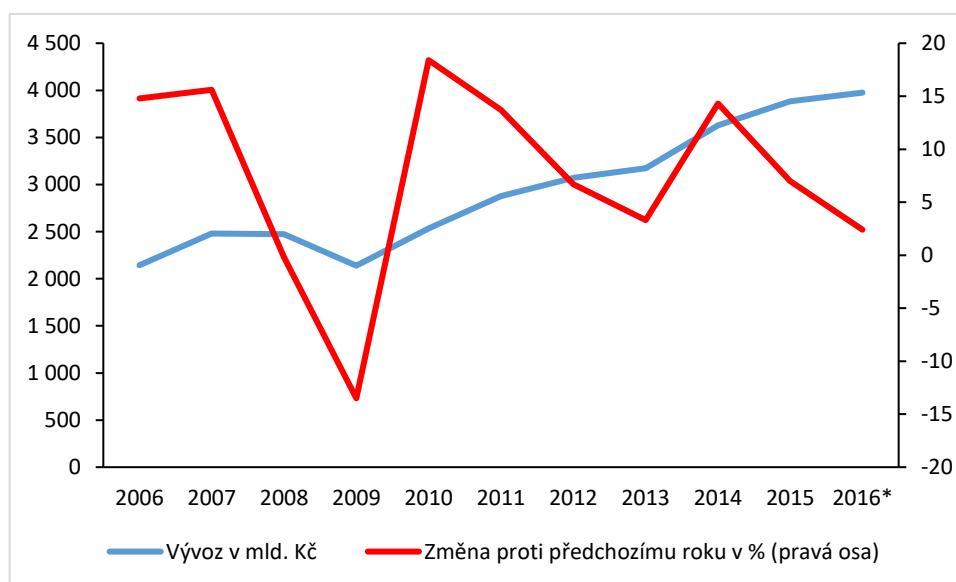
zvýšenými dovozními cenami zboží, ty ovšem do České republiky přinesly spíše deflaci eurozóny způsobenou poklesem cen ropy a cen průmyslových výrobců.

4.1.2 Vývoz

Další dopad, který mohl být vyvolán zavedením kurzových intervencí je zvýšení českého vývozu do zahraničí. Znehodnocením koruny vůči euru se českým exportérům zvýší cenová konkurenceschopnost.

Následující graf znázorňuje vývoj českého vývozu zboží mezi lety 2006–2016, který je vyjádřen v procentuálních změnách proti předchozímu roku a také v mld. Kč. Pro rozbor bylo vybráno přeshraniční pojetí zahraničního obchodu, které vypovídá výhradně o fyzickém pohybu zboží přes hranice bez ohledu na to, zda dochází k obchodu mezi českými a zahraničními subjekty.

Graf 10 - Změny vývozu zboží (meziročně v %, v mld. Kč)



*Předběžné údaje

Zdroj: ČSU; vlastní zpracování

Na grafu 10 je viditelný procentuální pokles vývozu od roku 2010 až do roku 2013.

Poté dochází k růstu vývozu, zapříčiněným kurzovými intervencemi. V roce 2014 se zvýšil vývoz ve srovnání s rokem 2013 o 14,3 %. V letech 2015 a 2016 došlo k procentnímu poklesu vývozu, který je vyjádřen změnou proti předchozímu roku. Tento pokles je způsoben velkým nárůstem v roce 2014. Ve srovnání s rokem 2013 kdy byla hodnota celkového vývozu 3 174, 7 mld. Kč došlo do roku 2015 k růstu vývozu o 708,5 mld. Kč a jeho hodnota v roce 2015 tak byla 3 883,2 mld. Kč. Dle předběžných údajů vzrostl vývoz v roce 2016 na hodnotu 3 975,4 mld. Kč.

2014

Celkový vývoz v prvním čtvrtletí v meziročním srovnání vzrostl o 10,1 %. Pokud jde o srovnání s předchozím čtvrtletím, došlo ke zvýšení o 6,4 %. Tento výrazný růst celkového exportu byl zapříčiněn zrychlením růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů České republiky. Dalším důvodem zvýšeného vývozu bylo oslabení kurzu koruny vůči euru prostřednictvím kurzových intervencí. Růst celkového vývozu spočíval zejména velkým nárůstem vyváženého zboží, které se zvýšilo o 10,8 %. Na celkový vývoz také kladně působilo obnovení růstu vývozu služeb, který čtyři předchozí čtvrtletí klesal.

Ve druhém čtvrtletí došlo k meziročnímu růstu celkového vývozu o 8,5 %. Oproti předchozímu čtvrtletí ovšem dynamika růstu celkového vývozu zpomalila o 2,8 %. Tento mezičtvrtletní pokles byl vyvolán zpomalením růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Ve srovnání s prvním čtvrtletím ovšem došlo ke zrychlení vývozu služeb.

Celkový vývoz ve třetím čtvrtletí také meziročně vzrostl, a to o 6,1 %. Ve srovnání s druhým čtvrtletím tohoto roku ovšem jeho tempo opět zpomalilo, konkrétně o 2,5 %. Tento pokles byl opět vyvolán zpomalením růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Podobně jako v předchozím čtvrtletí došlo opět k mírnému růstu vývoje služeb, tudíž zpomalení růstu celkového vývozu se týkalo pouze vývozu zboží.

Meziročního růst celkového vývozu ve čtvrtém čtvrtletí byl 7,4 %. Nepatrné mezičtvrtletní zrychlení bylo vyvoláno stagnací růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Oproti předchozím čtvrtletím opět zrychlil vývoz zboží a to na 7,3 % a naopak růst vývozu služeb lehce zpomalil.

Vývoz zboží byl v roce 2014 úspěšný a zvýšil se ve srovnání s rokem 2013 rychleji než

dovoz. Vývoz se zvýšil o 13,1 % a dovoz o 11,8 %. Největší podíl na vývozu tvořily strojírenské komodity: auta, kovy a kovodělné výrobky, PC a elektronika, elektrické přístroje a ostatní stroje. Tato skupina se na celkovém exportu podílela z 63 %. Meziročně také došlo k růstu vývozu služeb, konkrétně o 11,2 %. Příčinou byla zejména příznivá zahraniční poptávka po službách.

2015

V prvním čtvrtletí roku 2015 vzrostl celkový vývoz meziročně o 7,7 %. Oproti předchozímu čtvrtletí došlo k nárůstu o 0,2 %. Tento drobný nárůstu byl způsoben zesílením dynamiky vnější poptávky. Zrychlení meziročního růstu celkového vývozu bylo vyvoláno pouze růstem vývozu zboží, který vzrostl o 8,3 %. Naopak tempo růstu vývozu služeb ve srovnání s posledním čtvrtletím roku 2014 zpomalilo.

Ve druhém čtvrtletí celkový vývoz vzrostl meziročně o 6,9 %. Oproti předchozímu čtvrtletí se ovšem zmírnilo tempo růstu o 0,2 % a to i přes mírné zrychlení růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Dalším důvodem byl pokles růstu vývozu zboží na 6,4 %. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím naopak došlo k výraznému růstu vývozu služeb. Třetí čtvrtletí mělo obdobný scénář jako čtvrtletí předchozí. Tempo růstu celkového vývozu zvýšilo na 8,2 %, což vyvolala mírně zrychlující dynamika vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Tempo růstu vývozu zboží a služeb se ve srovnání s předchozím čtvrtletím vyměnilo. V tomto čtvrtletí se vývoz zboží zvýšil na 8,8 % a vývoz služeb naopak zpomalil.

V posledním čtvrtletí k žádným závratným změnám nedošlo. Růst celkového vývozu dosáhl hodnoty 7,2 %. Opět mírně rostl vývoz zboží a vývoz služeb stejně jako v předchozím čtvrtletí zpomalil své tempo růstu.

Celkově došlo v roce 2015 k růstu vývozu zboží o 5,9 %. Zboží bylo vyváženo zejména do zemí EU, kde vývoz stoupl o 7,2 %. Vývoz zboží do zemí mimo EU se snížil o 0,4 %, což bylo zapříčiněno zejména restrikcemi na vývoz do Ruské federace a také hospodářskými problémy v této zemi.

2016

V prvním čtvrtletí tohoto roku zvolnil růst celkového vývozu na 6,7 % a to i přes drobné zrychlení vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Zmírnění růstu způsobila také nižší dynamika vývozu zboží a zejména pomalejší dynamika vývozu služeb.

Celkový vývoz ve druhém čtvrtletí meziročně vzrostl o 5,7 %, ovšem oproti předchozímu čtvrtletí došlo k mírnému zpomalení dynamiky jeho růstu, což způsobilo zvolnění růstu vnější poptávky v zemích hlavních obchodních partnerů. Zvolnilo tempo růstu vývozu zboží, a naopak tempo růstu vývozu služeb zrychlilo.

Ve třetím čtvrtletí došlo k meziročnímu zvýšení celkového vývozu o 2 %. Ovšem v mezičtvrtletním srovnání došlo ke zpomalení růstu o 3 %. Toto zpomalení bylo způsobeno zejména nižší dynamikou vývozu zboží, avšak zmírnění růstu se týkalo také vývozu služeb. Zpomalení vývozu bylo způsobeno vývojem v automobilovém průmyslu. Zde se projevil přesun celozávodních dovolených ze srpnového termínu na červenec, což způsobilo výkyv u vývozu dopravních prostředků. Obdobný vývoj provázel také vývoz strojů a elektrických zařízení. Z geografického hlediska poklesl vývoz v automobilovém průmyslu do zemí západní Evropy, což bylo zapříčiněno sníženou poptávkou po nových automobilech v západní Evropě. V závěru tohoto roku se vývoz v těchto kategoriích vrátil do meziročního růstu, ovšem ve srovnání s prvním pololetím bylo jeho tempo výrazně nižší.

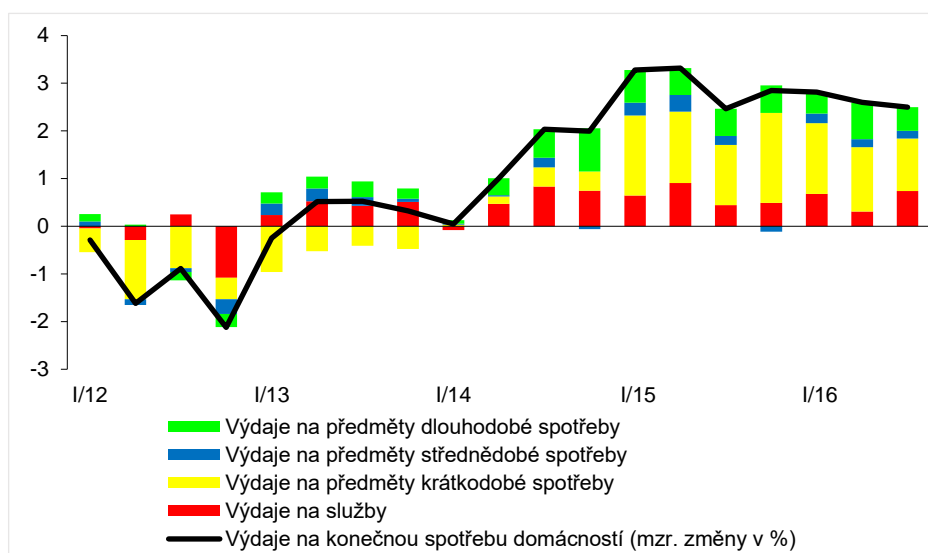
Kurzové intervence ČNB pomohly oslabením koruny vůči euru českým vývozcům. Pokud by koruna naopak posilovala čeští vývozci by vyvezli méně zboží a služeb, případně by za své prodané zboží a služby neměli takové zisky jako při oslabení koruny intervencemi. Oslabení kurzu koruny ovšem nebylo jedinou příčinou nárůstu vývozu. Dalším důvodem je také zvýšená zahraniční poptávka po českých produktech. Intervence nejvíce pomohly vývozcům, kteří nejsou závislí na dovážených zahraničních materiálech a polotovarech. Pokud by k oslabení koruny v listopadu 2013 nedošlo a kurz by se stále držel na tehdejší hodnotě 25,7 Kč za euro, byli by vývozci za období od začátku intervencí do srpna 2016 chudší o více než 600 mld. Kč. Od roku 2013 do srpna 2016 si vývozci vlivem intervencí přišli na více než 570 mld. Kč. Pokud by intervence pokračovaly až do poloviny roku 2017, měli by si vývozci přijít ještě na dalších více než 170 mld. Kč.

4.1.3 Spotřeba domácností

Domácnosti očekávají nízké či klesající ceny, ovšem s postupem času zjišťují, že jejich očekávání nejsou správná a není tudíž výhodné čekat na další cenový pokles. Část domácností může začít více spotřebovávat, což může být považováno také za dopad kurzových intervencí.

Graf 11 znázorňuje spotřebu domácností za jednotlivá čtvrtletí sledovaného období vyjádřené v meziročních procentuálních změnách.

Graf 11 - Spotřeba domácností (meziročně v %)



Zdroj: ČNB

Z grafu je patrné, že již v průběhu roku 2013 se spotřeba domácností zvedla a dostala se ze záporných hodnot. Výjimkou byla skupina výdaje na předměty krátkodobé spotřeby. Poté v prvním čtvrtletí roku 2014 dosahovaly všechny skupiny nulových hodnot a následně přišel meziroční procentuální růst. Celkové výdaje na konečnou spotřebu vzrostly z hodnoty 0,1 % v prvním čtvrtletí 2014 na hodnotu 3,3 %, která byla dosažena v prvním čtvrtletí roku 2015. Pote meziroční růst zvolnil a po zbytek sledovaného období se pohyboval nad hodnotou 2,5 %.

2014

V prvním čtvrtletí rostla spotřeba domácností podobně jako ve čtvrtletí předchozím. Ke změnám ovšem došlo ve struktuře spotřebních výdajů. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 realizovaly domácnosti své výdaje nejvíce ve skupině statků krátkodobé spotřeby, zatímco v tomto čtvrtletí nejvíce rostly výdaje na služby. Současně také meziročně rostly výdaje na předměty krátkodobé a střednědobé spotřeby. Omezení výdajů naopak přišlo ve skupině statků dlouhodobé spotřeby.

Ve druhém čtvrtletí došlo k výraznému zrychlení meziročního růstu spotřeby domácností, což bylo spojeno s dílčími změnami ve struktuře vývoje spotřebních výdajů domácností. Zejména došlo k opětovnému růstu výdajů na statky běžné spotřeby (služby a statky krátkodobé spotřeby), které tvoří 86 % všech spotřebních výdajů domácností. K výraznému meziročnímu růstu došlo také ve skupině výdaje na statky dlouhodobé spotřeby (o 6,2 %). Ke zmírnění došlo u výdajů na statky střednědobé spotřeby.

Ve třetím čtvrtletí se meziročně dále zvyšovala spotřeba domácností ve všech sledovaných kategoriích. Největší objemy výdajů byly realizovány opět ve skupině předměty krátkodobé spotřeby a služby. Nejrychleji v tomto čtvrtletí ovšem rostly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby, které meziročně vzrostly o 10,7 %. Tyto výdaje ovšem tvoří poměrně malou část celkových spotřebních výdajů (cca 8 %). Příčinou těchto růstu byl pravděpodobně pokračující růst příjmů z mezd a platů.

Ve čtvrtém čtvrtletí opět pokračoval meziroční růst spotřeby domácností. Výdaje se zvyšovaly ve všech sledovaných kategoriích. Největší měrou se na meziročním růstu spotřebních výdajů podílely předměty krátkodobé spotřeby. Celkové spotřební výdaje rostly o 0,8 %. Nejrychlejšího meziročního růstu však opět dosáhly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby, které meziročně vzrostly o 8,4 %. Oproti předchozímu čtvrtletí znatelně klesly výdaje na služby.

2015

V prvním čtvrtletí došlo ke zvýšení výdajů domácností ve všech sledovaných skupinách. Nejvíce k celkové spotřebě domácností přispěly výdaje na služby, které se zvýšily. Nejrychlejší meziroční růst zaznamenaly výdaje na předměty dlouhodobé spotřeby, které vzrostly o 9 %.

Ve druhém čtvrtletí přispěly nejvíce k celkové spotřebě domácností výdaje na předměty krátkodobé spotřeby. Významný byl také příspěvek výdajů na služby. Výdaje na předměty středně a dlouhodobé spotřeby byly realizovány v menší míře.

Ve třetím čtvrtletí přispěly nejvíce k celkovému růstu spotřeby domácností zvýšené výdaje na služby. Příspěvek výdajů domácností na předměty krátkodobé a střednědobé spotřeby naopak lehce pokles.

Ve čtvrtém čtvrtletí došlo ke změně největšího příspěvku sledovaných skupin na celkové spotřebě domácností. Výraznou měrou se na růstu celkové spotřeby domácností podílelo zvýšení výdajů na předměty krátkodobé spotřeby. Naopak nejvýraznější pokles výdajů zaznamenala skupina služeb.

2016

První čtvrtletí mělo obdobný scénář jako čtvrtletí předchozí. Nejvíce rostly výdaje domácností na předměty krátkodobé spotřeby. Ve srovnání s předchozím čtvrtletím však došlo také k růstu výdajů na služby.

Ve druhém a třetím čtvrtletí měly největší příspěvek na růstu celkové spotřeby opět výdaje na předměty krátkodobé spotřeby.

Na základě provedeného rozboru nelze jednoznačně určit, zda a případně jak velký měly intervence vliv na spotřebu domácností, pravděpodobně se spíše jedná o důsledek obecné konjunktury.

4.1.4 Přímé zahraniční investice

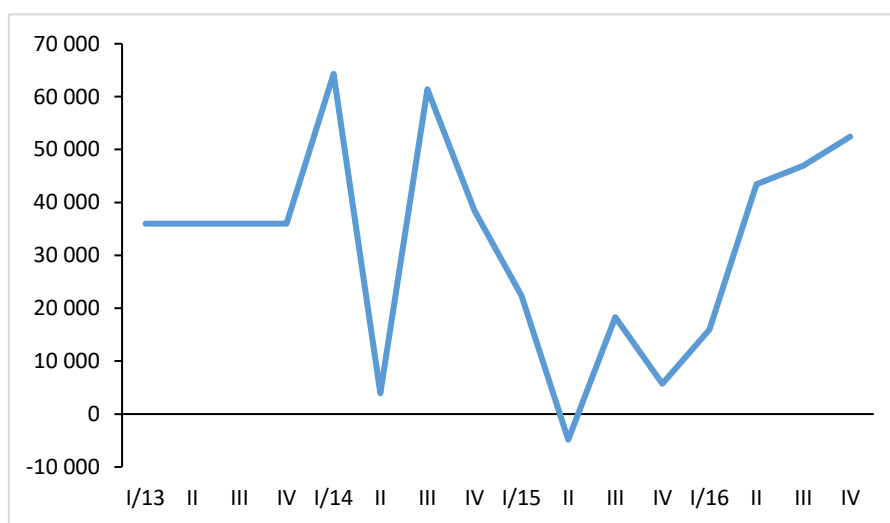
Vlivem oslabené koruny by mohlo dojít ke zvýšení zájmu o investice v České republice. Čím slabší koruna je, tím je levnější a výhodnější pořízení korunových investic pro zahraniční investory v České republice.

Za přímé zahraniční investice se v souladu s definicí Mezinárodního měnového fondu považují vklady zahraničních investorů do českých podniků a společností, které představují

minimálně 10 % základního kapitálu nebo nejméně 10 % hlasovacích práv. Podmínkou je trvalý zájem investora na společnosti a jeho podíl na řízení.

Graf 12 zobrazuje toky přímých zahraničních investic za jednotlivá čtvrtletí let 2012–2016. Tyto toky jsou vyjádřeny v milionech korun.

Graf 12 - Toky přímých zahraničních investic (v mil. Kč)



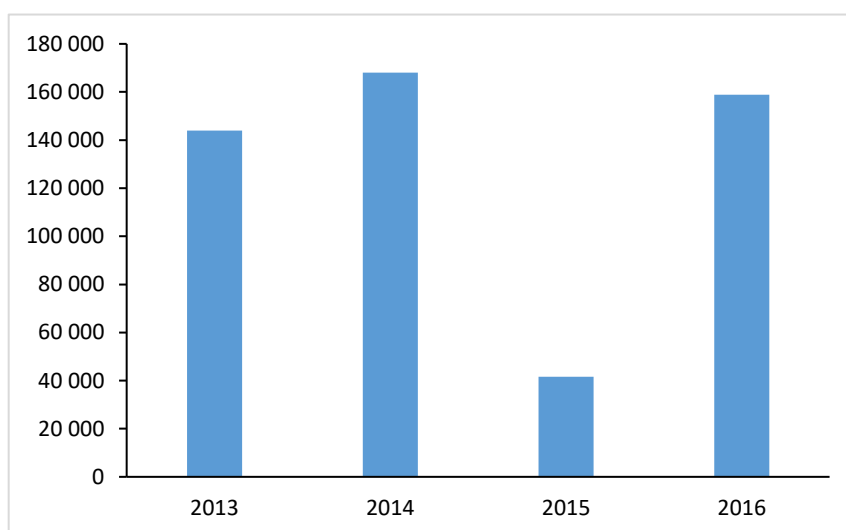
Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Na grafu 12 jsou znázorněny toky přímých zahraničních investic, tudíž se nejedná vždy o pokles sledovaného ukazatele, nýbrž o pokles jeho tempa růstu. Pokles investic je znázorněn se zápornými hodnotami. Z grafu je patrné nejprve zrychlení tempa růstu přímých zahraničních investic, které vzrostly v prvním čtvrtletí roku 2014 o 64 308 mil. Kč. Poté ovšem nastal výrazný pokles tempa růstu ve druhém čtvrtletí, kdy přímé zahraniční investice vzrostly pouze o 3 932 mil. Kč. Tento pokles byl zapříčiněn snížením základního jmění v energetických podnicích. Ve třetím čtvrtletí tempo růstu přímých zahraničních investic opět zrychlilo, když tyto investice vzrostly o 61 398 mil. Kč. Od čtvrtého čtvrtletí tempo růstu přímých zahraničních investic postupně zpomalovalo a ve druhé čtvrtletí roku 2015 dokonce došlo k odlivu přímých zahraničních investic, tedy jejich snížení o 4 852 mil Kč. Odliv se týkal základního kapitálu a dluhových nástrojů, kde převahovaly splátky úvěrů nad jejich čerpáním. Poté, až na výjimku ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku, tempo růstu přímých

zahraničních investic postupně zrychlovalo. Ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 vzrostly přímé zahraniční investice o 52 455 mil. Kč. Nejvíce proudí přímé zahraniční investice do odvětví zpracovatelského průmyslu (cca. 31 %), následuje odvětví finančních a pojišťovacích činností (cca. 26 %) a velkoobchodu, maloobchodu a oprav motorových vozidel (cca. 10 %). Z geografického hlediska se nejvíce na přímých zahraničních investicích putujících do České republiky podílí Nizozemí (cca. 25 %), následuje Rakousko (cca. 13 %) a Německo (11,5 %).

Následující graf zobrazuje celkové toky přímých zahraničních investic za jednotlivé roky 2013–2016, které jsou vyjádřené v mil. Kč.

Graf 13 - Celkové toky přímých zahraničních investic (v mil. Kč)



Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že největší příliv přímých zahraničních investic byl v roce 2014, a to i přes výrazné snížení jejich tempa růstu. Konkrétně v tomto roce vzrostly o 168 088 mil. Kč. K nejmenšímu vzrůstu přímých zahraničních investic došlo v roce 2015, což bylo zapříčiněno zejména jejich snížením ve druhém čtvrtletí tohoto roku o 4 852 mil. Kč. Jednalo se o jediné čtvrtletí za sledované období, kdy došlo k odlivu přímých zahraničních investic. V roce 2016 přímé zahraniční investice opět vzrostly, zejména proto, že v každém čtvrtletí

tohoto roku postupně zrychlovalo jejich tempo růstu. Celkově tak přímé zahraniční investice vzrostly o 158 815 mil. Kč.

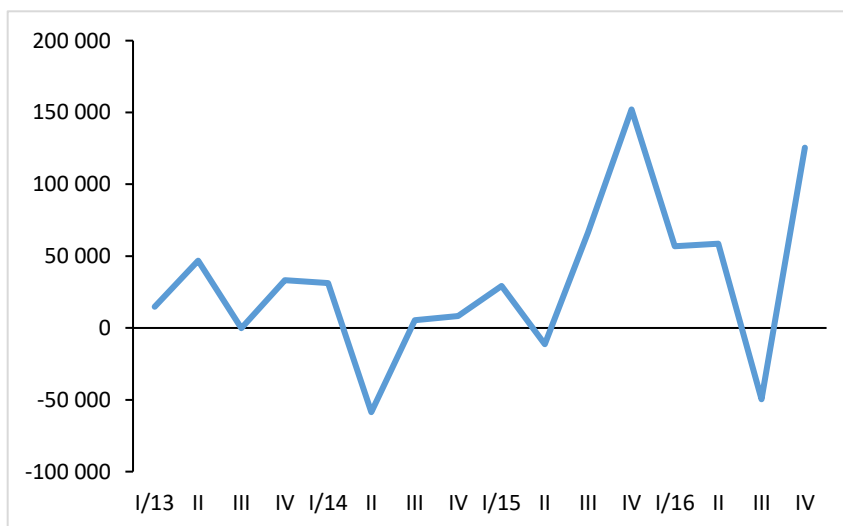
4.1.5 Portfoliové investice

Také portfoliových investic se týká možný zvýšený zájem zahraničních investorů vlivem oslabené koruny, jelikož čím slabší koruna je, tím je levnější a výhodnější pořízení korunových investic pro zahraniční investory v České republice.

Za portfoliové investice se v souladu s definicí Mezinárodního měnového fondu považují vklady zahraničních investorů do českých podniků a společností, které představují méně než 10 % základního kapitálu.

Graf 14 zobrazuje toky přímých zahraničních investic za jednotlivá čtvrtletí let 2012–2016. Tyto toky jsou vyjádřeny v milionech korun.

Graf 14 - Toky portfoliových investic (v mil. Kč)



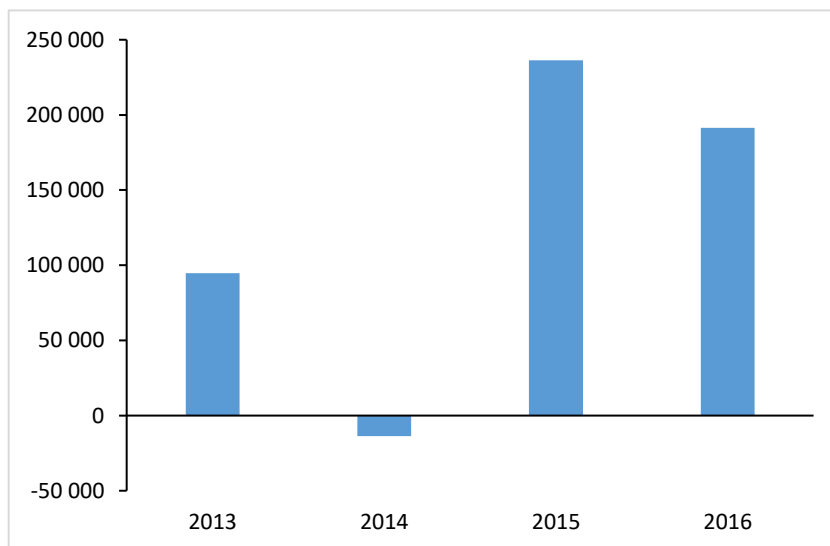
Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Na grafu 14 jsou znázorněny toky přímých zahraničních investic, tudíž se nejedná vždy o pokles sledovaného ukazatele, nýbrž o pokles jeho tempa růstu. Pokles investic je znázorněn

se zápornými hodnotami. V prvním čtvrtletí roku 2014 vzrostly portfoliové investice o 31 207 mil. Kč, avšak ve druhém čtvrtletí došlo k odlivu přímých zahraničních investic, tedy jejich snížení o 58 621 mil. Kč. Ve třetím čtvrtletí však portfoliové investice opět vzrostly, konkrétně o 5 400 mil. Kč. V následujících dvou čtvrtletí postupně zrychlovalo tempo jejich růstu, ovšem ve druhém čtvrtletí 2015 došlo opět k odlivu portfoliových investic o 11 417 mil. Kč. V následujícím čtvrtletí však výrazně zrychlilo tempo růst těchto investic, kdy vzrostly o 152 122 mil. Kč. V prvním čtvrtletí roku 2016 výrazně zpomalilo tempo růstu portfoliových investic, když vzrostly o 56 937 mil. Kč. Ve druhém čtvrtletí tohoto roku došlo k nepatrnému zrychlení tempa růstu těchto investic, neboť vzrostly o 58 570 mil. Kč. Ve třetím čtvrtletí došlo dokonce k odlivu portfoliových investic, kdy se snížily o 49 565 mil. Kč. V posledním čtvrtletí však došlo opět k zrychlení tempa růstu těchto investic, když vzrostly o 125 516 mil. Kč.

Následující graf zobrazuje celkové toky portfoliových investic za jednotlivé roky 2013–2016, které jsou vyjádřené v mil. Kč.

Graf 15 - Celkové toky portfoliových investic (v mil. Kč.)



Zdroj: ČNB; vlastní zpracování

Dle grafu vypadá, že v roce 2014 k žádnému přílivu portfoliových investic nedošlo. Investice rostly v prvním, třetím i čtvrtém čtvrtletí, velký odliv ve druhém čtvrtletí ve výši

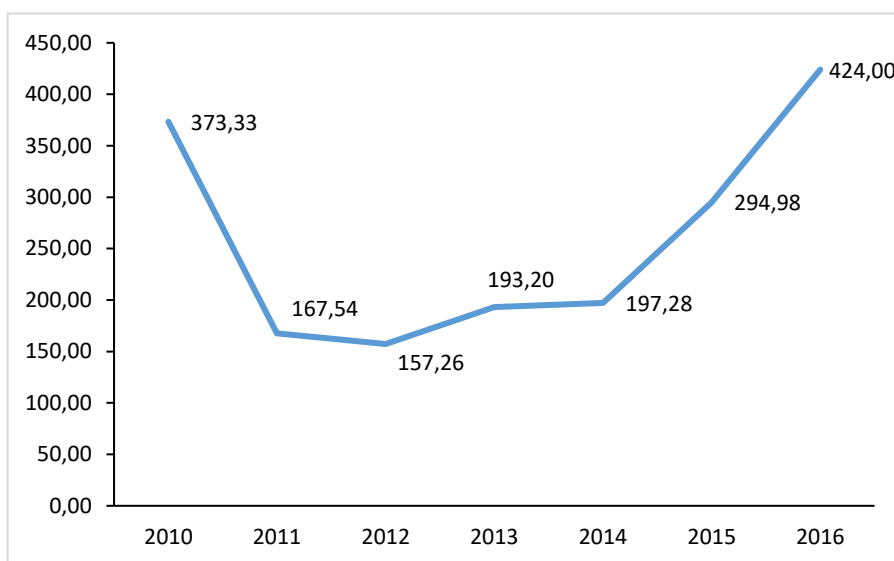
58 621 mil. Kč ovšem znamenal, že za celý rok 2014 odliv portfoliových investic převýšil jejich příliv. Celkový odliv investic byl v roce 2014 13 710 mil. Kč. V roce 2015 naopak portfoliové investice výrazně vzrostly, vlivem značného růstu ve čtvrtém čtvrtletí, kdy vzrostly konkrétně o 152 122 mil. Kč. Celkově vzrostly portfoliové investice v roce 2015 o 236 365 mil. Kč. V roce 2016 byl přírůstek portfoliových investic ve srovnání s rokem 2015 nižší. Jejich celkový přírůstek za tento rok činil 191 459 mil. Kč.

4.1.6 Vládní dluhopisy

V posledních letech byly české vládní dluhopisy pořizovány i se záporným výnosem, protože jejich kupující s velkou pravděpodobností očekávali, že koruna zhodnotí vůči zahraničním měnám, a tudíž dosáhnou vyššího výnosu při konverzi české měny do měny zahraniční. Tento trend lze pozorovat zejména u Státních pokladničních poukázek, o které byl zájem i přes jejich záporný výnos. Záporného výnosu dosahovaly Státní pokladniční poukázky již od druhé poloviny roku 2015 (ČNB, Krátkodobé dluhopisy, 2017).

Graf 16 zobrazuje nominální hodnotu vládních dluhopisů v držení nerezidentů k 31.12. jednotlivých let za období 2010–2016. Hodnoty jsou vyjádřeny v mld. Kč. Vládními dluhopisy se rozumí státní pokladniční poukázky (v držení 13-52 týdnů), spořicí vládní dluhopisy (v držení 1-7 let) a střednědobé a dlouhodobé vládní dluhopisy (v držení 2-50 let).

Graf 16 - Vládní dluhopisy v držení nerezidentů (v mld. Kč)

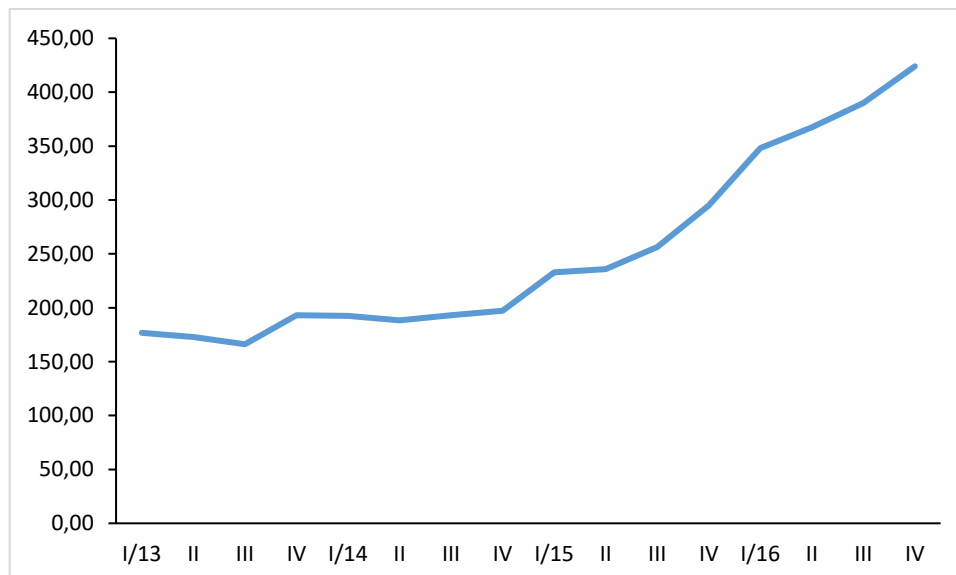


Zdroj: MFČR; vlastní zpracování

Z grafu je patrný výrazný pokles nominální hodnoty vládních dluhopisů v oběhu držených nerezidenty mezi roky 2010 a 2011. Jejich hodnota tehdy klesla o 205,79 mld. Kč. K poklesu došlo také v roce 2012, ten však byl již výrazně mírnějšího rázu. Hodnota dluhopisu klesla o 10,28 mld. Kč. V následujících letech už však nominální hodnota vládních dluhopisů v oběhu postupně rostla. Markantní byl nárůst v roce 2015, kdy jejich hodnota vzrostla o 97,7 mld. Kč. V roce 2016 byl nárůst ještě markantnější, konkrétně vzrostla nominální hodnota vládních dluhopisu držených nerezidenty o 129,02 mld. Kč.

Graf 17 znázorňuje nominální hodnotu vládních dluhopisů v držení nerezidentů za jednotlivá čtvrtletí mezi roky 2013–2016. Hodnoty jsou vyjádřeny v mld. Kč.

Graf 17 - Vládní dluhopisy v držení nerezidentů za jednotlivá čtvrtletí (v mld. Kč)



Zdroj: MFČR; vlastní zpracování

Na podrobnějším grafu za jednotlivá čtvrtletí mezi lety 2013–2016 lze sledovat téměř nepatrný růst během roku 2014. Během let 2015 a 2016 ovšem došlo k razantnímu růstu nominální hodnoty korunových vládních dluhopisů držených nerezidenty. Ve srovnání se stavem těchto dluhopisů ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013, vzrostly do konce roku 2016 o 230,81 mld. Kč. Také podíl nerezidentů, kteří drží dluhopisy se výrazně změnil. Zatímco k 31. 12. 2013 se nerezidenti podíleli 11,99 % na držení celkového množství dluhopisů, k 31. 12. 2016 už to bylo 31,56 %. K masivnímu růstu nominální hodnoty vládních dluhopisů držených nerezidenty došlo během ledna 2017. Ve srovnání s koncem roku 2016 kdy byla jejich hodnota 424 mld. Kč, došlo v průběhu ledna k růstu na 538,77 mld. Kč. Také podíl nerezidentních držitelů českých vládních dluhopisů na jejich celkovém objemu vzrostl ve srovnání s prosincem 2016 (31,56 %) na hodnotu 38,66 % v lednu 2017. Během jediného měsíce tedy vzrostla nominální hodnota korunových vládních dluhopisů držených nerezidenty o 114,77 mld. Kč a podíl nerezidentních držitelů těchto dluhopisů se zvýšil o 7,1 %. Tento růst je způsoben přílivem velkého množství zahraničního kapitálu během tohoto měsíce. Důvod je takový, že zahraniční investoři očekávají posílení koruny na konci kurzového závazku ČNB a vládní dluhopisy jsou vhodným nástrojem zisku. Mnozí investoři

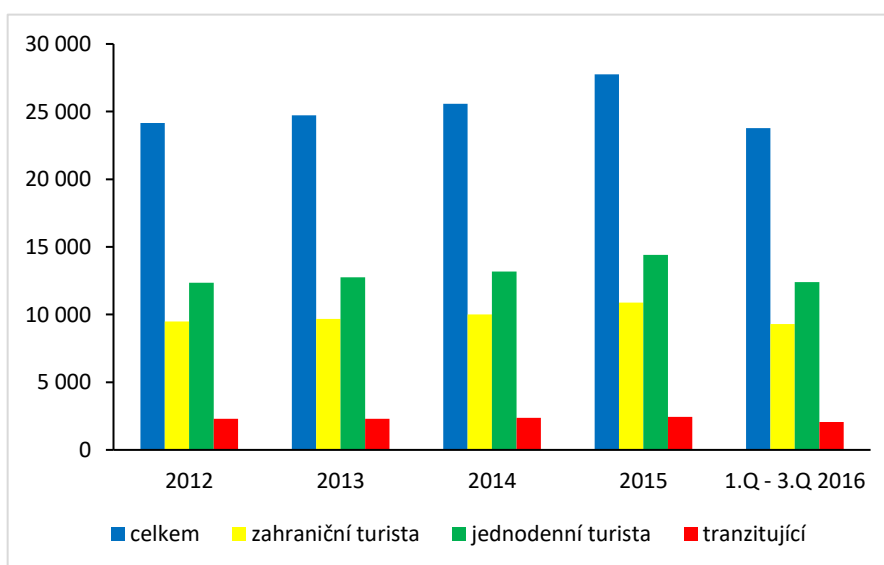
také využívají nerovnováhy na českém trhu, neboť je zde nedostatek cizí měny. Zapůjčí svá eura či dolary, za které získají koruny a za tuto operaci navíc inkasují vysokou prémii. Tato prémie jim umožní pořídit dluhopisy i se záporným výnosem, neboť jim prémie zajistí zisk.

4.1.7 Cestovní ruch

Oslabení koruny vůči euru vlivem kurzových intervencí by se také mohlo projevit ve větší návštěvnosti zahraničních turistů. Zahraniční turisté by současně také mohli v České republice vlivem oslabení koruny více utrácet. Pro české turisty mohlo oslabení kurzu koruny vůči euru zdražit zahraniční dovolené, což mohlo vyvolat zvýšený zájem o trávení volného času v tuzemsku.

Graf 18 znázorňuje strukturu zahraničních návštěvníků pro sledované období 2012–2016.

Graf 18 - Počet zahraničních návštěvníků (v tis.)



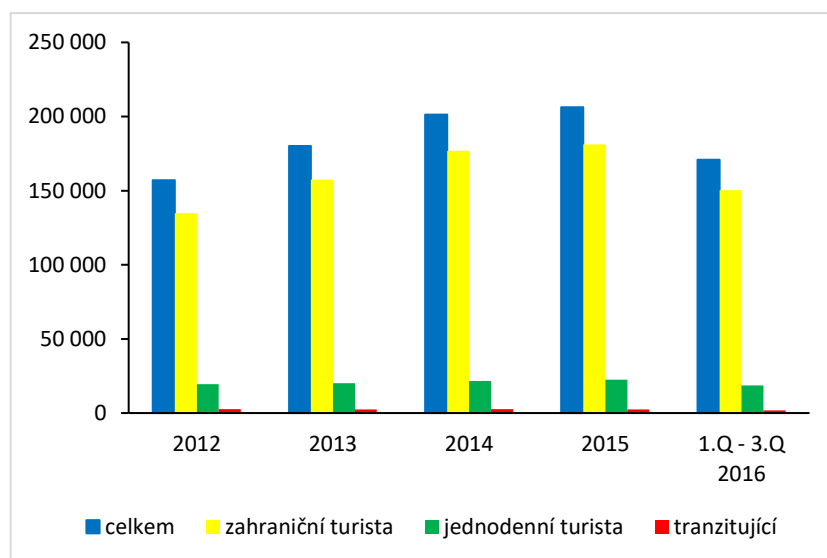
Zdroj: MMR; vlastní zpracování

Celkový počet zahraničních návštěvníků v průběhu let mírně rostl. Pokles v roce 2016 je zapříčiněn zahrnutím pouze prvních tří čtvrtletí tohoto roku. Za větším nárůstem v roce 2015 stojí některé pozitivní faktory cestovního ruchu. V roce 2015 se konaly velké sportovní a

kulturní akce (MS v ledním hokeji, ME ve fotbale do 21 let, halové ME v atletice, Plzeň – evropské město kultury).

Graf 19 zobrazuje výdaje zahraničních návštěvníků za sledované období 2012–2016 vyjádřené v mil. Kč.

Graf 19 - Výdaje zahraničních návštěvníků (v mil. Kč)



Zdroj: MMR; vlastní zpracování

Z grafu je patrné, že výdaje zahraničních turistů v průběhu sledovaného období mírně rostly. Pokles v roce 2016 je zapříčiněn zahrnutím pouze prvních tří čtvrtletí tohoto roku. Ve srovnání s rokem 2013, kdy celkové výdaje všech skupin zahraničních návštěvníků dosáhly na 180,1 miliard Kč, v roce 2014 tyto výdaje vzrostly na 201,3 miliard Kč a v roce 2015 na 206,2 miliard Kč.

2014

V tomto roce přijelo do České republiky více zahraničních návštěvníků než v roce předchozím. Na tomto nárůstu měli podíl zejména hosté z Německa, jejichž zájem o ubytování vzrostl o 5,1 %. Vzrostl také zájem o ubytování hostu ze Slovenska (o 9,7 %) a Polska (o 6,4 %). Zvyšoval se také zájem návštěvníků z asijských zemí. Nárůst čínských turistů byl o 21,6 % a návštěvnost hostů z Jižní Koreje vzrostla o 21,9 %. Klesl naopak zájem

o ubytování hostů z Ruska, konkrétně o 13,4 % a také z Ukrajiny (o 19,3 %). Počet českých hostů, kteří navštívili HUZ, pokles o 0,5 % a počet přenocování o 1,1 %.

2015

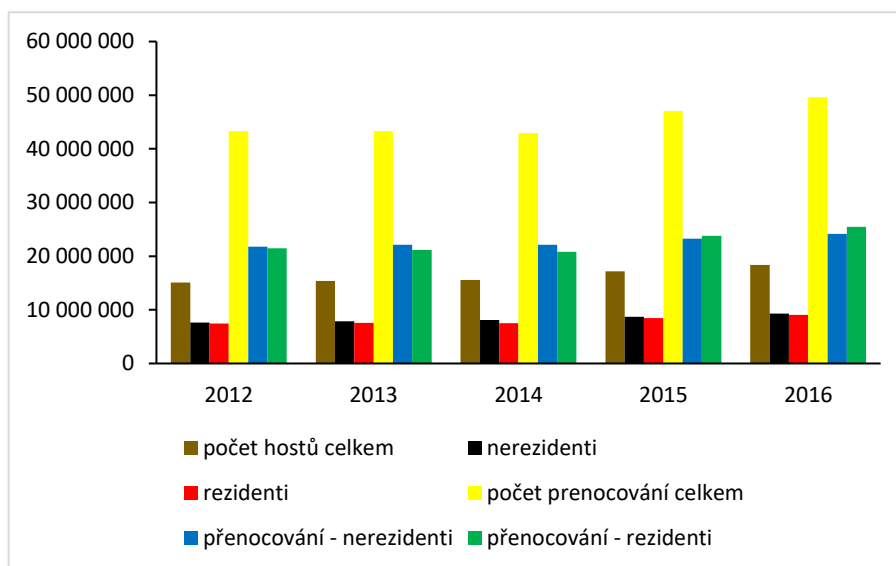
I v tomto roce přijelo více zahraničních návštěvníků než v roce předchozím. Opět došlo k nárůstu ubytovaných hostů z Německa (o 12,6 %), Slovenska (o 14,6 %) a také z USA (o 14,9 %). Opět rostl zájem o ubytování hostů z Číny a Jižní Koreje. Nárůst ubytovaných hostů z Číny byl o 35,3 % a Jižní Koreje o 31,8 %. Důvodem nárůstu turistů z asijských zemí je zejména prohlubování vzájemné spolupráce Číny a České republiky. Otevřely se přímé letecké linky Praha – Peking a Praha – Šanghaj. Došlo naopak opět k poklesu ubytovaných hostů z Ruska (o 37,4 %) a Ukrajiny (o 10,7 %). Ve srovnání s předchozím rokem došlo v tomto roce k růstu zájmu českých hostů o návštěvu a přenocování v HUZ dohromady o 13,3 %.

2016

I v tomto roce vzrostly počty zahraničních návštěvníků ve srovnání s rokem předchozím. Meziročně vzrostl počet ubytovaných hostů z Německa (o 6,4 %), Slovenska (o 11,7 %) a Polska (o 12,1 %). Rostl opět zájem turistů z asijských zemí, konkrétně Číny a Jižní Koreje. Pokračoval naopak pokles ubytovaných hostů z Ruska (o 15 %). Zájem českých hostů o návštěvu a přenocování v HUZ pokračoval i v tomto roce, kdy v meziročním srovnání došlo k růstu za oba ukazatele dohromady o 7,0 %.

Následující graf znázorňuje návštěvnost v hromadných ubytovacích zařízeních v České republice za období 2012–2016.

Graf 20 - Návštěvnost v hromadných ubytovacích zařízeních v České republice.

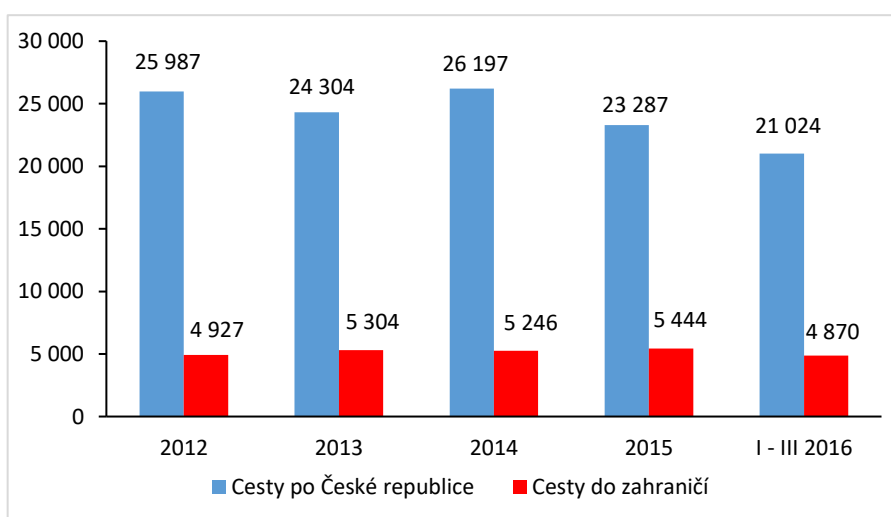


Zdroj: ČSU; vlastní zpracování

Z grafu je patrný mírný růst všech sledovaných skupin. V průběhu sledovaného období od zavedení intervencí lze, vyjma roku 2014, sledovat mírný růst ukazatelů “řezidenti“ a “počet přenocování – řezidenti“, které se týkají českých hostů. Ve srovnání s rokem 2013 kdy českých hostů, kteří navštívili HUZ (hromadná ubytovací zařízení) bylo 7 555 806 a počet přenocování byl 21 163 383, došlo v roce 2014 k mírnému poklesu u českých hostů na 7 491 191 a u počtu přenocování na 20 836 817. V letech 2015 a 2016 tyto ukazatele ovšem začaly opět růst. V roce 2015 bylo českých hostů v HUZ 8 488 637 a počet přenocování 23 807 391. V roce 2016 zájem ještě vzrostl, počet českých hostů, kteří navštívili HUZ, bylo 9 086 342 a počet přenocování byl 25 465 658. Ve srovnání s rokem 2014 tedy došlo k nárůstu českých hostů, kteří navštívili HUZ o 1 595 151 a počtu přenocování o 4 628 841. Jednou z příčin tohoto růstu může být oslabení koruny prostřednictvím intervencí, což vedlo ke zdražení zahraničních dovolených a vyvolalo větší zájem o tuzemské dovolené.

Graf 21 zobrazuje počet cest českých občanů po České republice a do zahraničí v průběhu let 2012–2016. V roce 2016 jsou zahrnuty údaje pouze za první tři čtvrtletí. Do této statistiky jsou zahrnuty delší cesty, které jsou za účelem trávení volného času a rekreace a osoba při nich alespoň 4x přenocuje mimo své obvyklé prostředí. Dále jsou zde zahrnuty kratší cesty, které se od delších cest liší pouze dobou přenocování, kdy osoba musí alespoň 1x a nejvíce 3x přenocovat mimo své obvyklé prostředí. Nejsou zde zahrnuty cesty služebního/pracovního charakteru. Údaje jsou zjišťovány za osoby ve věku 15 a více let a jsou vyjádřeny v tisících.

Graf 21 - Počet cest českých občanů po České republice a do zahraničí (v tis.)



Zdroj: MMR, vlastní zpracování

Po zavedení intervencí v listopadu 2013 došlo v roce 2014 k růstu cest českých občanů po České republice a k mírnému poklesu jejich cest do zahraničí, což může být zapříčiněno oslabením kurzu koruny vůči euru prostřednictvím intervencí. To vedlo ke zdražení zahraničních dovolených pro české turisty. V roce 2015 došlo k poklesu cest českých občanů po České republice, a naopak k mírnému růstu cest do zahraničí. Nízké hodnoty v roce 2016 jsou způsobeny zahrnutím pouze prvních tří čtvrtletí tohoto roku.

Od konce roku 2013, kdy byly spuštěny kurzové intervence, došlo v následujících letech k růstu zahraničních návštěvníků. Tento růst ovšem není jen zásluhou kurzových intervencí,

ale také dalších faktorů. Mezi tyto faktory patří výše zmíněné sportovní a kulturní události, které se konaly v České republice v roce 2015 a také rostoucí zájem návštěvníků asijských zemí, který je zapříčiněn prohlubováním vzájemné spolupráce Číny a České republiky, kdy došlo k otevření přímých leteckých linek Praha – Peking a Praha – Šanghaj. Česká republika má také pověst jedné z nejbezpečnějších destinací. Vlivem kurzových intervencí také došlo k růstu návštěvnosti a počtu přenocování v HUZ českými hosty, pro které oslabením koruny zdražily zahraniční dovolené.

4.2 Komparace české ekonomiky se zahraničními ekonomikami

První část této kapitoly je věnována analýze ekonomických ukazatelů, které byly ovlivněny kurzovými intervencemi, vybraných evropských zemí. Danými makroekonomickými ukazateli jsou inflace a export. Ve druhé části je provedena přímá komparace těchto ekonomických ukazatelů mezi Českou republikou a vybranými zeměmi. Pro analýzu a následnou komparaci byly vybrány evropské země Polsko a Maďarsko.

Hlavními důvody výběru těchto zemí je vzájemná podobnost náboženství, kultury, historie, a politických hodnot s Českou republikou. Zároveň tyto země nepoužívají kurzové intervence jako nástroj měnové politiky a také nejsou členy Evropské měnové unie, tudíž nepoužívají euro, ale mají svou vlastní měnu.

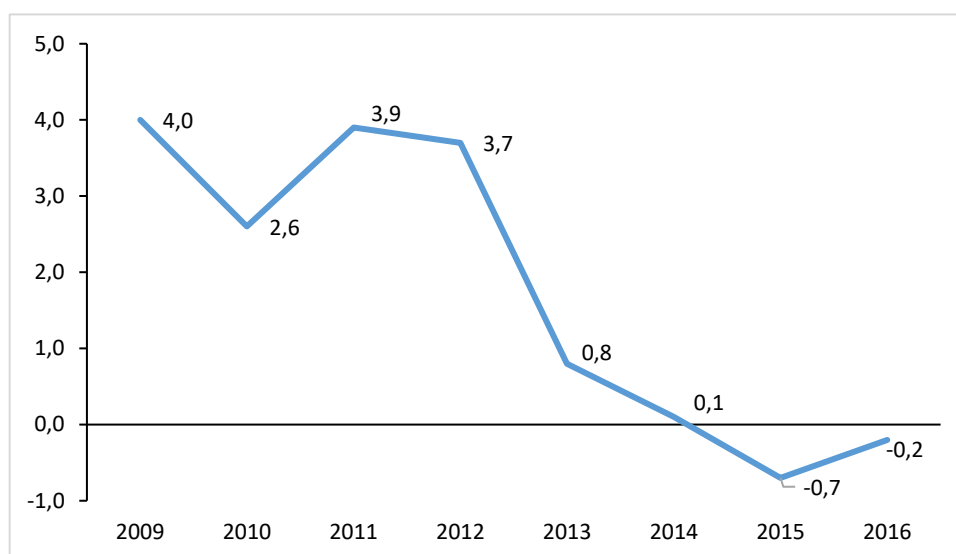
4.2.1 Polsko

Polsko je jako jediná země Evropské unie dokázalo vyhnout recesi při finanční krizi a již více než 20 let si udržuje silný a relativně stabilní ekonomický růst. Je obdivuhodné, jakým způsobem je polská ekonomika odolná vůči globálním šokům.

Inflace

Graf 22 znázorňuje vývoj průměrné roční míry inflace v Polsku vyjádřený v meziročních procentuálních změnách za období 2009–2016.

Graf 22 - Vývoj míry inflace v Polsku



Zdroj: Eurostat; vlastní zpracování

Dle průměrných ročních hodnot míry inflace lze vidět meziroční pokles cenové hladiny v Polsku. Od třetího čtvrtletí 2014 klesla cenová hladina do záporných hodnot, a setrvala až do konce roku 2016. Z grafu je jasně viditelná nejnižší průměrná roční míra inflace za sledované období, která byla v roce 2015 na hodnotě -0,7 %.

Pokles cen v Polsku byl jedním z nejhlubších od roku 1972, aktuální vývoj však ukazuje, že deflace nemusí být vždy nebezpečím. Právě hrozba deflace byla jedním z hlavních důvodů zavedení intervencí v listopadu 2013 v České republice. Polské firmy zvyšují své tržby, jelikož dochází k rychlejšímu poklesu velkoobchodních cen ve srovnání s cenami maloobchodními. Nižší ceny také současně zvyšují zájem spotřebitelů. Jedním z hlavních důvodů poklesu cen je pokles cen ropy, což je obdobný případ jako v České republice. Dalším důvodem jsou ruské sankce, kterými bylo Polsko, jako jedna ze zemí EU, zasaženo nejvíce. Od léta 2014 byl zakázán dovoz ovoce, zeleniny, masa a mléčných výrobků z EU. Tento zákaz vedl k nadbytečnému množství neprodaných potravin na polském i evropském trhu, což snížilo jejich ceny. Pokles cen se týkal jablek, paprik, rajčat a brambor (Aktuálně.cz, Deflace nemusí být škodlivá, 2015).

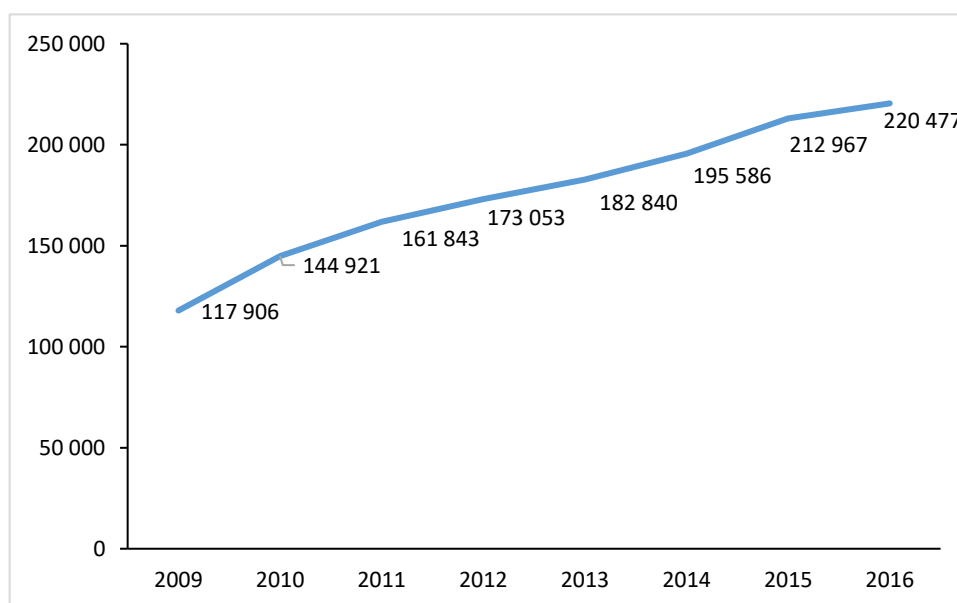
Jediným nástrojem, který Polská centrální banka využila, aby podpořila růst inflace, byly úrokové sazby, které byly sníženy v březnu 2015 o 0,5 %. Poslední meziroční míra inflace,

kteřá byla naměřená v lednu 2017 vzrostla na 1,8 %. Jedná se o nejvyšší míru inflace od prosince roku 2012. Příčinami jsou zejména rostoucí náklady na dopravu, které dosahovaly v prosinci 2016 hodnoty 4,2 % a v lednu vzrostly na 9 %. Rostly také ceny potravin a nealkoholických nápojů, které vzrostly z 2,5 % na 3,3 % (Tranding Economics, Poland Inflation Rate, 2017).

Vývoz

Následující graf zobrazuje vývoj vývozu Polska vyjádřený v milionech EUR za sledované období 2009–2016. Vývoz zboží a služeb se skládá z transakcí se zbožím a službami (prodejů, směn a darů) směřujících od rezidentů k nerezidentům.

Graf 23 - Vývoj vývozu Polska (v mil. EUR)



Zdroj: Eurostat; vlastní zpracování

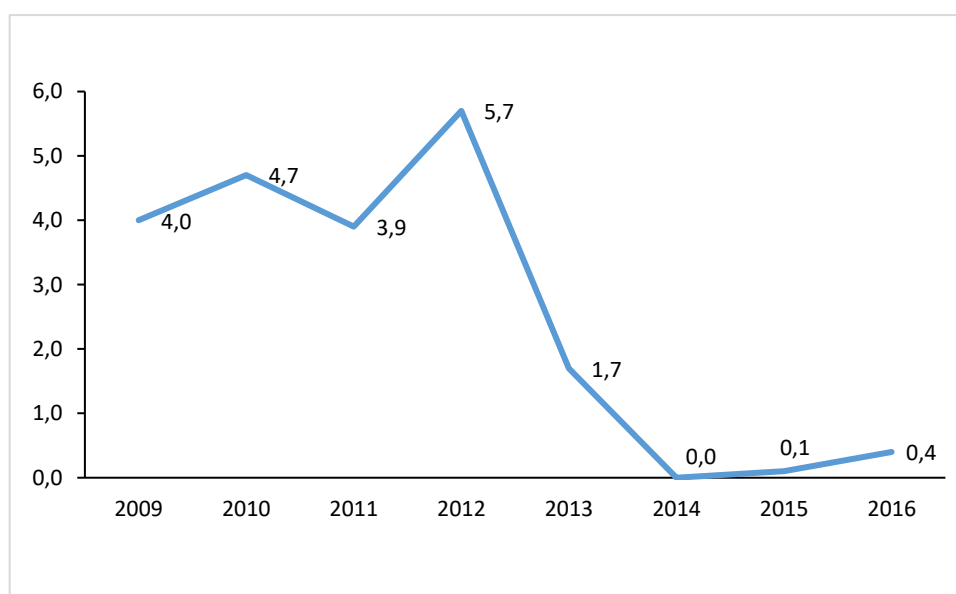
Z grafu je patrný konstantní růst vývozu od roku 2010. V průběhu sledovaného období došlo k postupnému růstu vývozu v Polsku. Největší nárůst mezi lety 2013 a 2016 nastal v roce 2015, kdy vývoz vzrostl o 17 381 milionů EUR. Nejčastějšími komoditami polského vývozu jsou stroje a dopravní prostředky a meziprodukty zpracovatelského průmyslu. V průměru téměř 80 % vývozu putuje do zemí EU, nejčastěji do Německa, Velké Británie a České republiky.

4.2.2 Maďarsko

Inflace

Graf 24 znázorňuje vývoj průměrné roční míry inflace v Maďarsku vyjádřený v meziročních procentuálních změnách za období 2009–2016.

Graf 24 - Vývoj míry inflace v Maďarsku



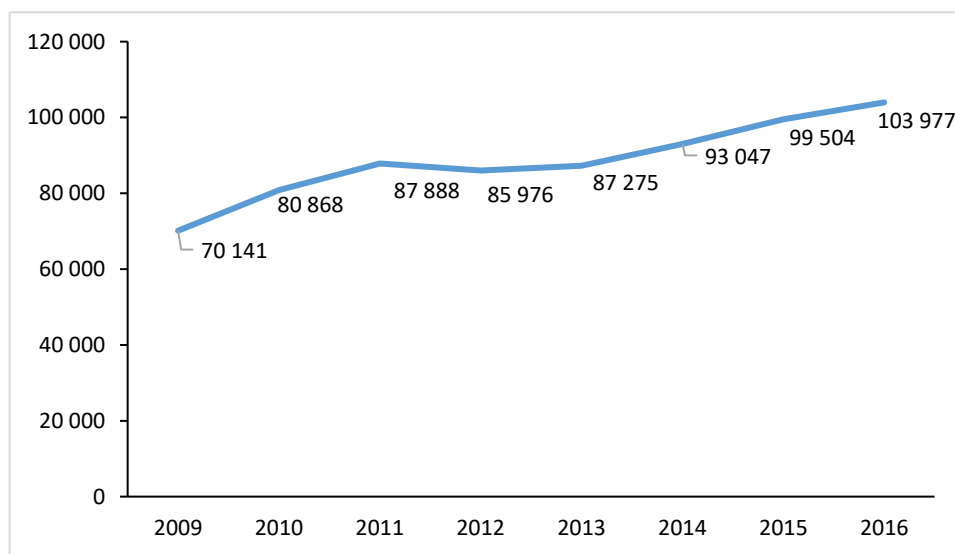
Zdroj: Eurostat; vlastní zpracování

Maďarsko je jednou z mála zemí EU, jejíž inflace se po světové krizi držela na vysokých hodnotách. V roce 2012 dosahovala průměrná roční hodnota míry inflace 5,7 %. Poté došlo k prudkému poklesu cen a od roku 2014 se míra inflace drží poblíž nulové hranice. Příčinou nízké inflace byly opět především nízké ceny ropy a také klesající ceny energií. Poslední meziroční míra inflace, která byla naměřena v lednu 2017 vzrostla na 2,3 %. Jedná se o nejvyšší hodnotu míry inflace od února 2013. Důvodem bylo zrychlení tempa růstu cen potravin a pohonných hmot (Trading Economics, Hungary Inflation Rate, 2017).

Vývoz

Graf 25 zobrazuje vývoj vývozu Maďarska vyjádřený v milionech EUR za sledované období 2009–2016. Vývoz zboží a služeb se skládá z transakcí se zbožím a službami (prodejů, směn a darů) směřujících od rezidentů k nerezidentům.

Graf 25 - Vývoj vývozu Maďarska (v mil. EUR)



Zdroj: Eurostat; vlastní zpracování

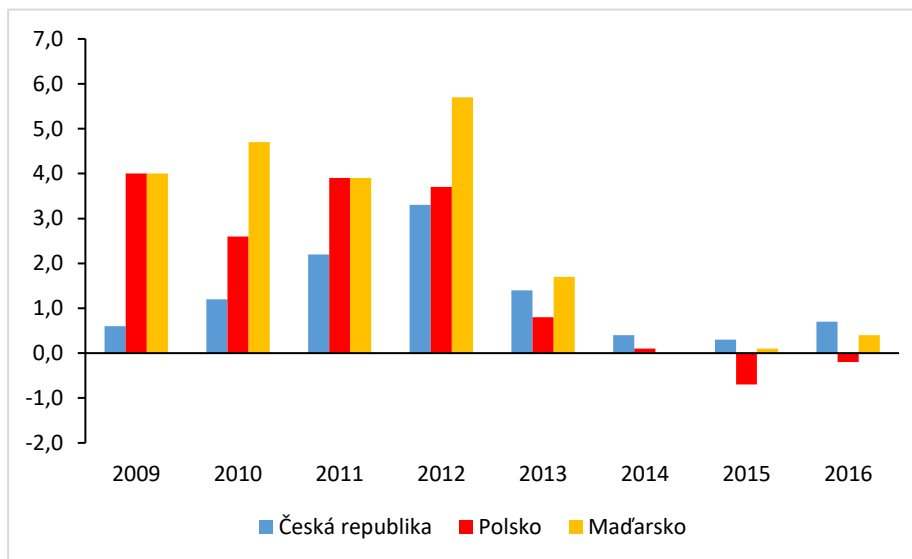
V průběhu sledovaného období se vývoz Maďarska postupně zvyšoval, vyjma roku 2012. Nejmarkantnější růst ve sledovaném období 2013–2016 nastal mezi lety 2014 a 2015, kdy vývoz vzrostl o 6 457 milionů EUR. Nejčastějšími komoditami maďarského vývozu jsou strojírenské výrobky a potraviny. V průměru téměř 80 % vývozu putuje do zemí EU, nejčastěji do Německa, Rumunska a Rakouska.

4.2.3 Komparace s Českou republikou

Tato kapitola je věnována vzájemné komparaci ekonomik České republiky, Polska a Maďarska na základě vybraných ekonomických ukazatelů. Komparace je provedena prostřednictvím grafického zobrazení.

Graf 26 znázorňuje vývoj míry inflace vyjádřené v meziročních procentuálních změnách v jednotlivých zemích za sledované období 2009–2016.

Graf 26 - Vývoj míry inflace vybraných zemí (meziročně v %)

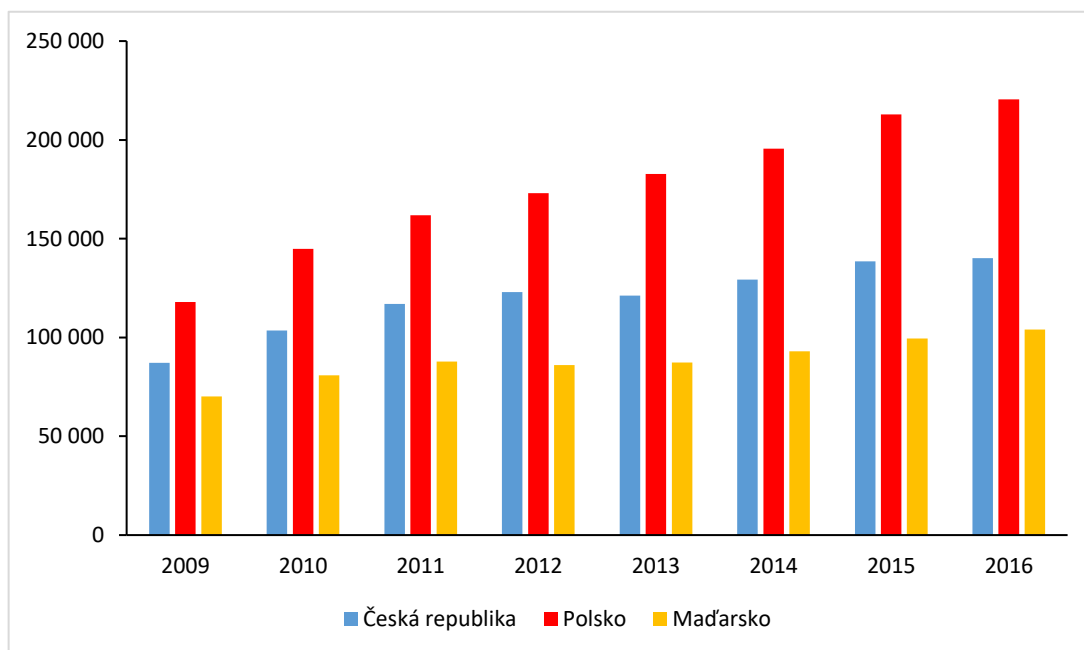


Zdroj: Eurostat; vlastní zpracování

Z grafu je patrný pokles míry inflace ve všech zemích mezi lety 2012–2014. Nejmarkantněji poklesla míra inflace v Maďarsku, kdy z 5,7 % v roce 2012 poklesla v roce 2014 na hodnotu 0,0 %. Po roce 2014 klesla míra inflace v Polsku dokonce do záporných hodnot, kdy se v roce 2015 snížila na -0,7 %. Ze čtvrtletního pohledu se však míra inflace v Polsku dostala nad nulovou hranici již v závěru roku 2016, kdy její čtvrtletní hodnota dosahovala 0,4 %. Dle posledního sledovaného roku dosáhla nejlepších hodnot míry inflace Česká republika (0,7 %), následovalo Maďarsko (0,4 %) a Polsko (-0,2 %).

Následující graf znázorňuje vývoj vývozu vyjádřeného v milionech EUR v jednotlivých zemích za sledované období 2009–2016. Vývoz zboží a služeb se skládá z transakcí se zbožím a službami (prodejů, směn a darů) směřujících od rezidentů k nerezidentům.

Graf 27 - Vývoj vývozu ve vybraných zemích (v mil. EUR)



Zdroj: Eurostat; vlastní zpracování

Největším vývozcem z vybraných zemí je markantním rozdílem Polsko, které vyvezlo zboží a služby za období 2014-2016 v průměru za 209 677 milionů EUR. Na druhém místě je Česká republika, která v průměru vyvezla zboží a služby za 135 988 milionů EUR. V meziročním srovnání došlo k největšímu růstu vývozu v Polsku, kdy mezi roky 2013 a 2016 vyvoz vzrostl o 37 637 milionů EUR.

5 Výsledky a diskuse

Analytická část se věnovala zejména analýze vývoje vybraných makroekonomických ukazatelů, na které mohly mít intervence největší vliv. Pro zhodnocení dopadů kurzového závazku na českou ekonomiku byl analyzován vývoj inflace, vývozu, spotřeby domácností, přímých zahraničních investic, portfoliových investic, vládních dluhopisů a cestovního ruchu po zavedení kurzových intervencí.

Hlavním důvodem pro zavedení intervencí, který uváděla ČNB, byla hrozba deflace a také dosažení 2 % inflačního cíle. Inflace se v průběhu sledovaného období 2014–2016 nedostala do záporných hodnot, tudíž k deflaci nedošlo. Předpoklad ČNB byl takový, že po zavedení intervencí dojde k růstu cenové hladiny vlivem zvýšených dovozních cen a v druhé polovině roku 2014 se inflace vrátí do 2 % inflačního cíle. K tomu ovšem nedošlo a inflace se po většinu sledovaného období pohybovala v blízkosti nulové hranice. Pokud by v České republice nedošlo k zavedení intervencí, lze pravděpodobně očekávat stejný průběh jako v případě Polska, které se ve sledovaném období propadlo do deflace, a také Maďarska pohybujícího se na hraně deflace, a to zejména z důvodu velké provázanosti těchto ekonomik. Příčinou nízké inflace v České republice bylo více protiinflačních tlaků. Nejvíce protiinflačně působil propad ceny ropy a také zpomalený růst cen potravin způsobený dobrou úrodou zemědělských plodin. V roce 2015 rostly ceny v prvním a čtvrtém čtvrtletí pouze o 0,1 %. Hlavní příčinou byl pokračující pokles ceny ropy. Reálná hrozba deflace byla odvrácena především vlivem zvýšených cen tabáku, které vzrostly o 7,6 %. Tento růst byl způsoben zvýšením spotřebních daní. V průběhu roku 2016 míra inflace postupně rostla a v posledním měsíci bylo dosaženo 2 % inflačního cíle. Tohoto cíle bylo dosaženo po čtyřech letech. Hlavními příčinami cenového růstu bylo zrychlení růstu cen potravin, zavedení elektronické evidence tržeb v odvětví stravovacích a ubytovacích služeb a také odeznění poklesu ceny ropy a její následný prosincový růst. Kurzové intervence se rozhodně podílely na odvrácení hrozby deflace. Otázkou ovšem je, zda by deflace byla pro českou ekonomiku hrozbou. Zejména ekonom Pavel Kohout tvrdil, že deflace způsobená poklesem cen surovin je neškodnou deflací. Nelze ovšem říci, že intervence táhly cenovou hladinu k inflačnímu cíli. Inflačního cíle 2 % bylo dosaženo až v prosinci roku 2016, tedy tři roky po zavedení kurzových intervencí. Příčinou byl zejména propad cen ropy v tomto období, a to až o 50 %. Lze jen

hypoteticky přemítat nad tím, kdy by bylo dosaženo 2 % inflačního cíle, pokud by nedošlo k tak markantnímu propadu cen ropy.

Vývoz byl kurzovými intervencemi pozitivně ovlivněn. Pokud by koruna naopak posilovala, čeští vývozci by vyvezli méně zboží a služeb, případně by za své prodané zboží a služby neměli takové zisky jako při oslabení koruny intervencemi. Oslabení kurzu koruny ovšem nebylo jedinou příčinou nárůstu vývozu. Dalším důvodem byla také zvýšená zahraniční poptávka po českých produktech. Intervence nejvíce pomohly vývozcům, kteří nejsou závislí na dovážených zahraničních materiálech a polotovarech. Pokud by k oslabení koruny v listopadu 2013 nedošlo a kurz by se stále držel na tehdejší hodnotě 25,7 Kč za euro, byli by vývozci za období od začátku intervencí do srpna 2016 chudší o více než 600 mld. Kč. Od roku 2013 do srpna 2016 si vývozci vlivem intervencí přišli na více než 570 mld. Kč. Pokud by intervence pokračovaly až do poloviny roku 2017, měli by si vývozci přijít ještě na dalších více než 170 mld. Kč (Investiční web, Exportéři, 2016).

Ve sledovaném období byl patrný rostoucí trend spotřeby domácností. Nelze však jednoznačně určit, zda a případně jak velký měly intervence vliv na spotřebu domácností, pravděpodobně se spíše jedná o důsledek obecné konjunktury.

V případě přímých zahraničních a portfoliových investic neměly intervence žádný viditelný vliv. Nedošlo k žádnému výraznému zrychlení jejich tempa růstu ani nárůstu objemu těchto investic. Vládní dluhopisy byly kurzovými intervencemi pozitivně ovlivněny. Oslabení kurzu koruny přilákalo zahraniční investory, a to i přes pořízení těchto dluhopisů se záporným výnosem, kterého dluhopisy dosahovaly již od poloviny roku 2015. Od čtvrtého čtvrtletí roku 2013 nominální hodnota vládních dluhopisů držených nerezidenty postupně rostla. V roce 2014 byl růst ještě mírný. V roce 2015 však hodnota těchto dluhopisů vzrostla o 97,7 mld. Kč a v roce 2016 došlo ještě k razantnějšímu růstu, konkrétně o 129,02 mld. Kč. Celkem tak vzrostla nominální hodnota vládních dluhopisů držených nerezidenty o 230,81 mld. Kč. Také podíl nerezidentů držících tyto dluhopisy vzrostl. Na konci roku 2013 se nerezidenti podíleli 11,99 % na držení celkového množství dluhopisů a na konci roku 2016 to bylo 31,56 %.

Zavedení kurzových intervencí také pozitivně ovlivnilo cestovní ruch. Od konce roku 2013, kdy byly spuštěny kurzové intervence, došlo v následujících letech k růstu zahraničních návštěvníků v České republice. Tento růst ovšem není jen zásluhou kurzových intervencí, ale také dalších faktorů. Mezi tyto faktory patří sportovní a kulturní události, které se konaly v České republice v roce 2015 (MS v ledním hokeji, ME ve fotbale do 21 let, halové ME v atletice, Plzeň – evropské město kultury) a také rostoucí zájem návštěvníků asijských zemí, který je zapříčiněn

prohlubováním vzájemné spolupráce Číny a České republiky, kdy došlo k otevření přímých leteckých linek Praha – Peking a Praha – Šanghaj. Česká republika má také pověst jedné z nejbezpečnějších destinací. Vlivem kurzových intervencí také došlo k růstu návštěvnosti a počtu přenocování v HUZ českými hosty, pro které oslabením koruny zdražily zahraniční dovolené. Ve srovnání s rokem 2014 (meziroční pokles), došlo v roce 2016 k nárůstu českých hostů, kteří navštívili HUZ o 1 595 151 a počtu přenocování o 4 628 841.

Po podrobné analýze vybraných makroekonomických ukazatelů české ekonomiky následovala komparace České republiky a dvou vybraných evropských zemí na základě zvolených makroekonomických ukazatelů, kterými byly inflace a vývoz.

Komparace České republiky byla provedena s Polskem a Maďarskem, tedy se zeměmi, které intervence neprovádí. Inflace České republiky je ze všech zemí nejvyšší, a to i přes to, že měla v období 2014-2016 hodnoty poblíž nulové hranice, které v průměru dosahovaly 0,5 %. Trochu nižších hodnot dosahovala inflace v Maďarsku a tudíž se zde také nejednalo o deflaci. Naopak Polsko do deflace spadlo a stále se v ní drží. Zde působil protiinflačně stejně jako u většiny evropských zemí pokles cen ropy a potravin a také ruské embargo, které vedlo ke snížení cen domácí produkce ovoce a zeleniny. Nejvíce vyvázející zemí ze sledované skupiny je Polsko, které má největší tempo růstu vývozu.

6 Závěr

Hlavními důvody, na základě kterých Česká národní banka zavedla kurzové intervence byly hrozba deflace a také návrat inflace do jejího 2 % inflačního cíle. Hrozící riziko deflace v české ekonomice bylo odvráceno, hodnoty inflace se od zavedení intervencí pohybovaly v blízkosti nulové hranice. Příčinami nízké inflace byly zejména nízké ceny ropy a potravin. V posledním měsíci roku 2016 ovšem inflace vystoupala až na 2 % inflační cíl. Pokud by ČNB intervence nezavedla, pravděpodobně by došlo k deflaci v české ekonomice. Je však diskutabilní, zda by deflace byla skutečně takovou hrozbou. V komparaci s Polskem, které prochází deflací, bylo zjištěno, že zde roste ekonomika a zvyšuje se vývoz ještě rychleji než v zemích s kladnou inflací. Také česká ekonomika začala vykazovat od druhého pololetí roku 2013 hospodářský růst, přičemž do jisté míry se na tomto růstu podílely i kurzové intervence. Intervence byly jednou z příčin růstu vývozu, nominální hodnoty vládních dluhopisů držných nerezidenty a také zvýšeného zájmu zahraničních turistů a zvýšeného domácího cestovního ruchu. Naopak žádným výrazným způsobem nebyly intervencemi ovlivněny přímé zahraniční a portfoliové investice. Z těchto hledisek lze vyhodnotit, že intervence ve většině vybraných případů splnily svůj účel.

I přes studium makroekonomických dat, odborných článků věnujících se intervencím a komparaci vybraných makroekonomických ukazatelů české ekonomiky se zvolenými evropskými státy nelze jednoznačným způsobem vyhodnotit, zda vybrané makroekonomické ukazatele rostly rychleji s přispěním intervencí, nebo by jejich vývoj byl příznivější, pokud by k intervencím nedošlo. Není známé, jaký vývoj by v české ekonomice nastal, pokud by se Česká národní banka intervence nezavedla. Zda by došlo k pádu do deflace, a pokud ano, jaké by byly následné dopady této deflace na českou ekonomiku. Během sledovaného období však nebyl analyzován žádný nepříznivý dopad intervencí na vybrané makroekonomické ukazatele. Některé dopady se však mohou objevit po delší době používání intervencí, či po jejich ukončení, které je plánováno na polovinu roku 2017.

7 Seznam použitých zdrojů

Literární zdroje:

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

DURČÁKOVÁ, Jaroslava a Martin MANDEL. *Mezinárodní finance*. 4., aktualiz. a dopl. vyd. Praha: Management Press, 2010. ISBN 978-80-7261-221-5.

DWIVEDI, D.N. *Macroeconomics: theory and policy*. 3rd ed. New Delhi: Tata McGraw Hill Education Pte, 2010. ISBN 0070091455.

HOLMAN, Robert. *Základy ekonomie: pro studenty vyšších odborných škol a neekonomických fakult VŠ*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2008. ISBN 8071798908.

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

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

JUREČKA, Václav. *Makroekonomie*. Praha: Grada, 2010. Expert (Grada). ISBN 9788024732589.

MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.

MANKIW, N. Gregory. *Principles of economics*. 2nd ed. Fort Worth, TX: Harcourt College Publishers, c2001. ISBN 9780030259517.

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

POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. 2. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-491-9.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. ISBN 8072610511.

REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.

REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.

Internetové zdroje:

Aktuálně.cz: Deflace nemusí být strašákem [online]. Aktuálně.cz, 2015 [cit. 2017-03-05]. Dostupné z: <https://zpravy.aktualne.cz/ekonomika/deflace-nemusi-byt-strasakem-ukazuje-priklad-z-polska/r~0a4bbf8eccc211e4ad630025900fea04/?redirected=1488739107>

Česká národní banka: Jaké jsou režimy měnové politiky [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

Česká národní banka: Měnověpolitické nástroje [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#pmr

Česká národní banka: Jak se změny úrokových sazeb promítají do ekonomiky [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#pmr

Česká národní banka: Devizové rezervy a devizové intervence [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/vzdelavani/mp_clanky/kapitoly/mp_12.html

Česká národní banka: Důvody a přínosy oslabení koruny [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

Česká národní banka: Kurzový závazek ČNB [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/kurzovy_zavazek.html

Česká národní banka: Měnový kurz jako nástroj měnové politiky [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html

Česká národní banka: Zprávy o inflaci – I 2017 [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2017/2017_I/download/zoi_I_2017.pdf

Česká národní banka: Aktuální prognóza ČNB [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html#inflace

Česká národní banka: Krátkodobé dluhopisy [online]. Praha: Česká národní banka, 2017 [cit. 2017-03-20]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/trh_statnich_dluhopisu/spp/

Český statistický úřad: Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2014 [online]. Praha: Český statistický úřad, 2015 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20549943/320193-14q4a05.pdf/724fe04e-7da5-4f1d-8dcbe4bbc12c7cd5?version=1.1>

Český statistický úřad: Vývoj ekonomiky České republiky v roce 2015 [online]. Praha: Český statistický úřad, 2016 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/20549951/320193-15q4a05.pdf/c31f8cf1-3dfc-4ba2-b51e2ed8a2027c5a?version=1.1>

Český statistický úřad: Vývoj ekonomiky České republiky v 1. – 3. čtvrtletí roku 2016 [online]. Praha: Český statistický úřad, 2016 [cit. 2017-02-19]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/documents/10180/32906844/320193-16q3a05.pdf/09dc6424-9539-441a-8d10-b84dcaef72fd?version=1.0>

Český statistický úřad: Databáze Eurostatu [online]. Praha: Český statistický úřad, 2017 [cit. 2017-03-24]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h>

Eurostat [online]. Luxembourg: Eurostat, 2017 [cit. 2017-03-05]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat>

Institut Václava Klause: Omyl devizových intervencí ČNB [online]. Praha: Institut Václava Klause, 2013 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: <http://institutvk.cz/clanky/vaclav-klaus-jiri-weigl-omyl-devizovych-intervenci-ceske-narodni-banky.html>

Investiční web: Exportéři [online]. Praha: Investiční web, 2016 [cit. 2017-03-19]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/news-2016-11-2-exporteri-bez-intervenci-cnb-by-export-prisel-o-608-mld-kc/>

Investiční web: Pavel Kohout [online]. Praha: Investiční web, 2013 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: <http://www.investicniweb.cz/2013/12/23/pavel-kohout-partners-cnb-se-intervence-muze-snadno-vymknout-z-rukou/>

Ministerstvo financí České republiky: Dluhová statistika [online]. Praha: Ministerstvo financí České republiky, 2017 [cit. 2017-03-17]. Dostupné z: <http://www.mfcr.cz/cs/verejny-sektor/rizeni-statniho-dluhu/dluhova-statistika/podle-typu-drzitele>

Ministerstvo pro místní rozvoj ČR: Cestovní ruch [online]. Praha: Ministerstvo pro místní rozvoj ČR, 2017 [cit. 2017-03-05]. Dostupné z: <https://www.mmr.cz/cs/Regionalni-politika-a-cestovni-ruch/Cestovni-ruch>

Peníze.cz: Měnová intervence ČNB [online]. Praha: Peníze.cz, 2013 [cit. 2017-02-12]. Dostupné z: <http://www.penize.cz/makroekonomika/275985-ocima-expertu-menova-intervence-cnb-komu-pomuze-a-komu-ublizi>

Tranding Economics: Poland Inflation Rate [online]. Tranding Economics, 2017 [cit. 2017-03-05]. Dostupné z: <http://www.trandingeconomics.com/poland/inflation-cpi>

Tranding Economics: Hungary Inflation Rate [online]. Tranding Economics, 2017 [cit. 2017-03-05]. Dostupné z: <http://www.trandingeconomics.com/hungary/inflation-cpi>