

Česká zemědělská univerzita v Praze

Provozně ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky



Diplomová práce

Devizové intervence České národní banky

Filip Schwarz

© 2020 ČZU v Praze

Čestné prohlášení

Prohlašuji, že svou diplomovou práci "Devizové intervence České národní banky" jsem vypracoval samostatně pod vedením vedoucího diplomové práce 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 6. dubna 2020

Poděkování

Rád bych touto cestou poděkoval doc. Ing. Karlovi Tomšíkovi, Ph.D. za vstřícný přístup, cenné rady a podnětné návrhy při vedení této diplomové práce.

Devizové intervence České národní banky

Abstrakt

Diplomová práce se zaměřuje na zásah České národní banky v podobě kurzových intervencí na devizovém trhu, které bezesporu ovlivnily tuzemskou ekonomiku. V první kapitole je představena diplomová práce v podobě úvodu, stanovených cílů a metodiky. Pro úplné porozumění z hlediska dané problematiky, jsou režimy a nástroje monetární politiky centrální banky přiblíženy v teoretické části, druhé kapitole. Následuje třetí kapitola, nejdůležitější část této práce, která zobrazuje časovou osu, peněžní objem devizových intervencí a poukazuje na důvody k zásahu skrze měnový trh, výhody a nevýhody i jejich kritiku. Především tato část monitoruje situaci po začátku intervencí i po jejich ukončení pomocí směnného kurzu a hlavních makroekonomických ukazatelů ekonomiky: inflace, hrubého domácího produktu, zahraničního obchodu a trhu práce. Průběh během i po těchto intervencích je analyzován, vyhodnocen pomocí statistických a komparačních metod, prostřednictvím dat publikovaných Českou národní bankou. Čtvrtá, poslední kapitola práce, je závěrečná část, která je celkovým shrnutím devizových intervencí z hlediska jejich vlivů a dopadů na ekonomiku České republiky.

Klíčová slova

centrální bankovníctví, Česká národní banka, monetární politika, devizové intervence, směnný kurz CZK/EUR, inflace, hrubý domácí produkt, zahraniční obchod, trh práce

Foreign exchange interventions by the Czech National Bank

Abstract

The thesis focuses on the intervention of the Czech National Bank in the form of exchange rate interventions on the foreign exchange market, which have undoubtedly affected the domestic economy. The first chapter introduces the thesis in the form of introduction, set goals and chosen methodology. For a complete understanding of the problematics, the central bank's monetary policy regimes and instruments are explained in the theoretical part, chapter two. Following is the third chapter, the most important part of this thesis, which shows the timeline, monetary volume of foreign exchange interventions and points out the reasons for intervention through the currency market, advantages and disadvantages as well as their criticism. In particular, this section monitors the situation after the interventions have started and also after the interventions have ended through the exchange rate and the main macroeconomic indicators of the economy such as inflation, gross domestic product, foreign trade and the labor market. The progress during and after these interventions is analyzed, evaluated via statistical and comparative methods, using data published by the Czech National Bank. The fourth, last chapter of the thesis is the final part, which is a summary of foreign exchange interventions in terms of their effects and impacts on the Czech economy.

Keywords

central banking, Czech National Bank, monetary policy, foreign exchange interventions, CZK/EUR exchange rate, inflation, gross domestic product, foreign trade, labor market

Obsah

1	Úvod	9
1.1	Cíl práce	11
1.2	Metodika	11
2	Teoretická východiska	12
2.1	Centrální bankovníctví a Česká národní banka.....	12
2.1.1	Centrální bankovníctví.....	12
2.1.2	Česká národní banka	13
2.2	Monetární politika.....	15
2.2.1	Režimy měnově politiky	17
2.2.1.1	Režim s implicitní nominální kotvou	17
2.2.1.2	Cílování měnové zásoby.....	18
2.2.1.3	Cílování měnového kurzu.....	18
2.2.1.4	Cílování inflace	19
2.2.2	Povinné minimální rezervy.....	19
2.2.3	Měnově politické nástroje.....	20
2.2.3.1	Operace na volném trhu.....	20
2.2.3.2	Diskontní nástroje.....	21
2.2.3.3	Kurzové intervence.....	22
2.2.4	Transmisní mechanismus.....	25
2.2.4.1	Kursový	26
2.2.4.2	Měnový.....	27
2.2.4.3	Úvěrový	28
3	Vlastní práce.....	30
3.1	Devizové intervence ČNB	30
3.1.1	Časová osa	30
3.1.2	Důvody k zásahu na měnovém trhu.....	31
3.1.3	Strach z deflace	32
3.1.4	Objem devizových intervencí	33
3.1.5	Výhody a nevýhody	35
3.1.6	Kritika	36
3.2	Situace během devizových intervencí	38
3.2.1	Vývoj směnného kurzu	38
3.2.2	Inflace	40
3.2.3	HDP	46

3.2.4	Zahraniční obchod (export a import)	49
3.2.5	Vývoj na trhu práce.....	52
3.2.6	Zhodnocení vývoje ekonomických ukazatelů.....	55
3.3	Situace po devizových intervencích.....	56
3.3.1	Vývoj směnného kurzu	56
3.3.2	Inflace	58
3.3.3	HDP	63
3.3.4	Zahraniční obchod (export a import)	66
3.3.5	Vývoj na trhu práce.....	69
3.3.6	Zhodnocení vývoje ekonomických ukazatelů.....	73
4	Závěr	74
5	Seznam použitých zdrojů	77
5.1	Literatura	77
5.2	Elektronické zdroje	78

Seznam časových os

Časová osa 1 – Průběh devizových intervencí.....	31
--	----

Seznam grafů

Graf 1 – Směnný kurz CZK/EUR 2013-2017	39
Graf 2 – Vývoj CPI Inflace v České republice 2013-2017.....	40
Graf 3 – Skutečná inflace ve srovnání s prognózou ČNB 2013-2017.....	44
Graf 4 – Vývoj meziročního růstu HDP 2013-2017.....	46
Graf 5 – Růst vývozu a dovozu 2013-2017	49
Graf 6 – Čistý export 2013-2017	50
Graf 7 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2013-2017	53
Graf 8 – Směnný kurz CZK/EUR 2016-2019	56
Graf 9 – Vývoj CPI Inflace v České republice 2016-2019.....	58
Graf 10 – Skutečná inflace ve srovnání s prognózou ČNB 2016-2019.....	61
Graf 11 – Vývoj meziročního růstu HDP 2016-2019.....	63
Graf 12 – Růst vývozu a dovozu 2016-2019	66
Graf 13 – Čistý export 2016-2019	67
Graf 14 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2016-2019	70

Seznam schémat

Schéma 1 – Transmisní mechanismus	25
Schéma 2 – Kursový transmisní mechanismus	26
Schéma 3 – Měnový transmisní mechanismus	27
Schéma 4 – Úvěrový transmisní mechanismus	28

Seznam tabulek

Tabulka 1 – Krátkodobé úrokové sazby	23
Tabulka 2 – Měsíční objemy intervencí	34
Tabulka 3 – Hodnoty inflace během devizových intervencí 2013-2017	41
Tabulka 4 – Kvartální hodnoty pro HDP 2013-2017	47
Tabulka 5 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2013-2017.....	52
Tabulka 6 – Hodnoty inflace po devizových intervencích 2016-2019.....	59
Tabulka 7 – Kvartální hodnoty pro HDP 2016-2019	64
Tabulka 8 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2016-2019.....	69

1 Úvod

Přestože se již jednou Česká národní banka pomocí verbálních intervencí intervenovat snažila a ekonomickým spektrem kolovaly názory, že centrální banka zasáhne na měnovém trhu a bude uměle devalvovat národní měnu vůči euru. V momentě, kdy tak ale opravdu učinila, byla široká veřejnost a přední odborníci velice překvapeni.

Česká národní banka se k tomuto kroku odhodlala, aby byla tuzemská ekonomika schopna čelit deflačním tlakům a nespadla tak do deflační spirály. Listopadové intervence byly použity a prosazeny především tehdejším guvernérem Miroslavem Singerem, a to jeho pádným argumentem, který poukázal na selhání tradičního nástroje, kdy úrokové sazby dosáhly hodnoty technické nuly a nešlo tento nástroj nadále použít. Východiskem z této situace bylo použití právě velmi netradičního, ojediněle používaného centrálními bankami, nástroje měnových intervencí. Tento netradiční nástroj byl tedy použit, jelikož tradiční nástroje selhaly, i přesto že budoucí výsledek, zda-li budou intervence úspěšné či neúspěšné, byl značně nejistý. Stanovené cíle byly však i nadále nastaveny k udržení cenové stability a ekonomického růstu v dlouhodobém horizontu.

Jestli se tedy očekávání, cíle naplnily či nikoliv, bude analyzováno a vyhodnoceno v podobě několika dílčích výstupů z hlediska směnného kurzu a hlavních ukazatelů ekonomiky, a to míry inflace, růstu hrubého domácího produktu a vývoje zahraničního obchodu a trhu práce. Dílčí analýzy a komparace byly provedeny za pomoci sesbíraných, uveřejněných dat Českou národní bankou, Evropskou centrální bankou.

Diplomová práce je členěna do čtyř kapitol, první kapitola uvádí do tématu devizových intervencí prováděných Českou národní bankou. Teoretická část je kapitolou druhou, která přibližuje centrální bankovníctví a Českou centrální banku

obecně. Dále popisuje monetární politiku, její režimy a nástroje. Třetí kapitolou začíná nejdůležitější část, a tou je část praktická, jejíž součástí jsou výstupy analýz a komparací zmíněných výše. Poslední, čtvrtá, je věnována závěru, který celkově shrnuje výstupy diplomové práce v podobě jejich vlivů, dopadů z hlediska vývoje ekonomiky České republiky.

1.1 Cíl práce

Cílem práce je popsat centrální bankovníctví a hlavní úkony monetární politiky České národní banky. Práce se zaměřuje především na problematiku devizových intervencí vůči euru, jejichž zavedení mělo bezesporu dopad na vývoj tuzemské ekonomiky, kterou ovlivňovaly po dobu více než tří let.

Výše zmíněné devizové intervence jsou v práci dále analyzovány z hlediska vlivu na ekonomiku České republiky v jejich průběhu i po jejich ukončení.

Vzhledem k výstupům zkoumání následuje zhodnocení, zda-li byly tyto intervence nezbytné, úspěšné či neúspěšné, a také adekvátním krokem na danou situaci, v které se tehdejší ekonomika ocitla.

1.2 Metodika

Teoretická část diplomové práce obecně definuje centrální bankovníctví, Českou národní banku a její režimy, nástroje monetární politiky, které používá za účelem regulování, korigování, nebo ovlivňování ekonomiky.

V praktické části následuje zhodnocení kroku České národní banky v podobě zásahu na devizovém trhu prostřednictvím kurzových intervencí. Dále je v praktické části prezentován vývoj situace během těchto intervencí i vývoj po jejich ukončení společně s dopady na tuzemský trh. Data jsou vyhodnocena pomocí statistické analýzy a metody komparace.

2 Teoretická východiska

2.1 Centrální bankovníctví a Česká národní banka

2.1.1 Centrální bankovníctví

Centrální bankovníctví je vykonáváno jednotlivými centrálními bankami daných států. Tyto centrální banky jsou autonomními vnitrostátními orgány, jsou autoritami odpovědnými za provádění monetární politiky. Jsou regulátorem, dohledem nad komerčními bankami a dalšími depozitními institucemi. Dohlížejí na poskytování finančně produktových služeb v daném státě. Kromě tohoto dohledu plní centrální banky jednu z nejdůležitějších rolí, a tou je udržení národní, domácí měny na stabilní úrovni, udržení co nejmenší možné nezaměstnanosti a v neposlední radě velice důležité zabránění, předcházení případné inflaci. Proto pečlivě monitorují, analyzují a vyhodnocují situaci, v které se hospodářská situace nachází, sledují bankovní systém, řídí měnovou politiku a především jsou to monopolisté ve smyslu emise jejich národních měn, čímž jsou diametrálně odlišné od komerčních bank a dalších institucí na trhu. Těmto centrálním bankám se také často přezdívá rezervní banky, a to zejména z toho důvodu, že jsou tam uloženy jak rezervy státu, tak rezervy již zmíněných komerčních bank a depozitních institucí. Centrální banky jsou jedinými institucemi, které mohou tisknout národní měnu konkrétní země ve smyslu použití zákonného platidla daného státu.

V případě platební neschopnosti ze strany komerčních bank, nebo v období finanční krize je tato banka bank věřitelem a poslední nadějí, která může pomoci domácí ekonomice k záchraně. Navzdory tomu, že centrální banky a jejich systém centrálního bankovníctví byl sestaven tak, aby byly autonomními jednotkami, nezávislé na jakýchkoli podnětech, zásazích z hlediska vlád jednotlivých národů, můžeme pozorovat jisté propojení, ať ne úplně úzké. Toto propojení je podobou jisté částečné kontroly ze strany zákonodárných, výkonných orgánů daného státu.

Ve valné většině jsou centrální banky řízeny osobou v jejím čele zvanou guvernér, který je v demokratických republikách volen obvykle prezidentem. Guvernér má k sobě bankovní radu složenou několika členy, s kterou společně řídí monetární politiky. Guvernér nese zodpovědnost za udržení chodu centrální banky po boku se stanovenými cíli, monetárně politickými cíli v dlouhodobém časovém horizontu.

2.1.2 Česká národní banka

Česká národní banka vznikla společně se vznikem samostatné České republiky k 1. lednu 1993. Nejdůležitějším předpokladem pro správné fungování této centrální banky je její nezávislost, a jejím hlavním cílem je vytvoření a zajištění stabilního prostředí pro hospodářský rozvoj, což znamená starání se o finanční stabilitu státu a bezproblémový chod finančního systému. Česká národní banka je tedy orgánem, vykonávajícím dohled nad tuzemskou finanční situací a je klíčovým orgánem v případě řešení krize, která může čas od času nastat.

Zákon o České národní bance ze dne 17. prosince 1992 specifikuje tyto úkoly centrální banky:

- definování monetární politiky
- emise bankovek a mincí
- řízení peněžního oběhu, platebních styků a zúčtování bank a dalších depozitních institucí, které provozují bankovní činnosti v České republice
- dohlížení nad osobami působícími na finančním trhu
- sledování, posuzování a rozpoznávání rizik spojených s ohrožením tuzemského finančního systému
- udržování stabilní ekonomiky
- určování makrobezpečnostní politiky
- další jiné činnosti upraveny zákonem

Centrální banku České republiky řídí bankovní rada. Bankovní rada má sedm členů, guvernéra, dva vice guvernéry a čtyři členy. Tyto členy jmenuje i odvolává z funkce prezident republiky.

Současná bankovní rada se skládá ze členů: guvernéra Jiřího Rusnoka, prvního viceguvernéra Marka Mory, druhého viceguvernéra Tomáše Nidetzkého, prvního člena Vojtěcha Bendy, druhého člena Oldřicha Dědka, třetího člena Tomáše Holuba a čtvrtého člena Aleše Michla. Všichni výše zmínění byli jmenováni prezidentem Milošem Zemanem.

Z hlediska vlády, politiky v České republice se může ministr financí, nebo jiný pověřený člen vlády zúčastnit zasedání bankovní rady a guvernéř centrální banky, nebo jím pověřený viceguvernéř se naopak může zúčastnit schůze vlády.

Česká centrální banka je dále součástí společenství Evropských centrálních bank, se kterými spolupracuje v případě dohledu nad finančními trhy eurozóny.

K ovlivňování, korigování a regulaci má centrální banka k dispozici několik režimů a nástrojů měnové politiky, ať už jsou některé tradiční, často používané, nebo spíše netradiční používané jen zřídka. Dané režimy a nástroje monetární politiky jsou přiblíženy v následující podkapitole.

2.2 Monetární politika

Monetární politika je jednou z klíčových funkcí centrálních bank z makroekonomického hlediska. Tuto politiku tak má na starost centrální banka s její bankovní radou v čele, případně jiné regulační orgány. Záleží jak je tento systém v daném státě nastaven. Centrální banka v rámci monetární politiky stanovuje tempo růstu a množství peněžní zásoby, a to v konečném důsledku má dopad na úrokové sazby. Monetární politiku centrální banka tedy reguluje skrze vykonávané činnosti, jako jsou změny v úrokových sazbách, nákup či prodej státních dluhopisů, krátkodobé operace na volném trhu v podobě repo operací související s měnicím se množství peněz komerčních bank a depozitních institucí, které musí být drženy v podobě povinných bankovních rezerv u centrální banky.

Hlavními cíli centrální banky jsou regulace a korigování cenové hladiny, inflace. Dále stabilně udržovat hodnotu měnného kurzu domácí měny, co nejvíce snížit nezaměstnanost a udržovat ji nejlépe na nejnižších možných hodnotách, to ale až v případě, kdy má již pod kontrolou inflaci, která je cílem primárním a klíčovým k prosperující ekonomice.

Monetární politika se rozlišuje na více druhů, typů. Častěji se uvádějí jen dva její druhy, ale ve skutečnosti je zde ještě jeden typ navíc. Tyto celkově tři typy jsou rozděleny následovně:

- expanzivní
- restriktivní
- kontrakční

První druh monetární politiky je typ expanzivní. Tento typ se používá k nastartování, stimulaci ekonomiky učiněných v podobě užití nástrojů, které má daná centrální banka v daný moment k dispozici. V tomto momentě se tak snaží centrální banka dát ekonomice impuls k růstu, což může být například skrze zvýšení nabízeného množství peněz na trhu, zvýšení agregátní poptávky, a také snížení úrokových sazeb

mírících k většímu čerpání úvěrů. Používají se zde také repo operace a další nástroje, které mají za výsledek zvýšení likvidity.

Restriktivní druh monetární politiky je víceméně opakem expanzivního typu. V rámci restriktivní monetární politiky se tak snaží centrální banky ekonomický růst zpomalit. Snaží se toho docílit například regulacemi v podobě omezení, zmenšení likvidity, to má přímý vliv na snížení množství peněz v oběhu, což ve výsledku znamená méně čerpaných úvěrů, jelikož banky nemají tolik prostředků k jejich nabízení. Lidé tím pádem kvůli zdražení úvěrů, hypoték, kreditních karet nemají následně mnoho finančních prostředků, to se projeví v nižší spotřebě a poptávce na trhu, což v konečném důsledku vede k poklesu inflace a zpomalení ekonomického růstu. Nejvíce se k dosažení tohoto cíle používají úrokové sazby, které jak i vyplývá z textu se zvyšují, dále centrální banka hodně používá také možnost operací na volném trhu v podobě prodeje cenných papírů.

Vývoj v podobě růstu či poklesu měříme především hrubým domácím produktem, když ale HDP roste, devaluje obvykle domácí měnu, čímž se sníží směnný kurz měny vůči ostatním měnám na devizovém trhu, a to je opakem kontrakční monetární politiky. Kontrakční monetární politika se často neudává, protože v eurozóně není rozšířena. Používají ji především Spojené státy americké. Nejpoužívanějším ukazatelem inflace americké centrální banky zvané Fed je spotřebitelský cenový index, chceme-li CPI inflace. Tato centrální banka se snaží zpomalovat hospodářský růst za účelem snižování, nezvyšování inflace. Fed ale toto musí uskutečnit bez vystavení země do rizika, že by ekonomika upadla v recesi. Stanovený inflační cíl je v USA 2%, stanoven je pro jádrovou inflaci. To má ale své vedlejší dopady, jako například rostoucí ceny potravin a pohonných hmot.

Shrneme-li tak situaci, do monetární politiky spadá řada zásad a opatření, které a za daných podmínek centrální banka akceptuje za vidinou dosažení svých stanovených cílů vedoucích k udržování cenové stability, udržování stabilního kurzu domácí měny a udržování stabilní situace na trhu práce, což jsou nejdůležitější cíle centrální banky a s ohledem na ekonomickou situaci, banka proto přistupuje k učinění

rozhodnutí použití například některého z dostupných režimů nebo nástrojů, které jsou popsány níže. Dle ekonomického vývoje centrální banka také predikuje budoucí vývoj a vyhodnocuje rizika s ním spojená v podobě negativních dopadů, odchylek od požadovaných ekonomických výsledků či stanovených cílů.

2.2.1 Režimy měnové politiky

Převážná většina centrálních bank provádí svou monetární politiku skrze režimy měnové politiky. Systém tohoto typu poskytuje strukturu k učinění efektivního rozhodnutí v rámci měnové politiky. Nejenže tento systém poskytuje zmíněnou strukturu k podpoře rozhodovacího procesu, ale i navádí ke zjednodušenému rozhodování, a také napomáhá toto rozhodnutí následně, případně sdělit široké veřejnosti.

Do základních režimů měnové politiky České národní banky patří:

- režim s implicitní nominální kotvou
- cílování měnové zásoby
- cílování měnového kurzu
- cílování inflace

2.2.1.1 Režim s implicitní nominální kotvou

V režimu s implicitní nominální kotvou se centrální banka pokouší zacílit na interně zvolené hodnoty/veličiny, tajeny před veřejností. Prerekvizitou k úspěšnému fungování tohoto režimu je vysoká důvěryhodnost centrální banky, která umožní dosažení požadovaných změn v inflaci, nebo inflačních očekáváních i bez nutnosti sdělení a vypuštění těchto cílů veřejnosti. Tento režim se také snaží vyhnout problémům s časovými nesrovnalostmi, proto je většinou využíván tak, aby se výsledek v podobě dosaženého stanoveného cíle dostavil v krátkodobém horizontu, i

přesto, že to nemusí vést k růstu z dlouhodobého hlediska. Výhodou tohoto režimu je, že tvůrci měnové politiky se zde nepotýkají s vlivem veřejných zájmů. Implicitní nominální kotva je také pomocníkem k formulování a stanovení inflačních očekávání napřímo, skrze její omezení přes hodnotu národní měny.

2.2.1.2 Cílování měnové zásoby

V rámci tohoto režimu je kladen důraz na tempo růstu daného peněžního agregátu. Režim je založen na bodu, kdy z hlediska dlouhodobého horizontu je cenový růst ovlivněn růstem peněžní nabídky. Nicméně, problémem zde může být zvolení správného peněžního agregátu, na který bude cíleno. V prostředí finančních sféry z hlediska pokroků a inovací, růstu automatizace a globalizace trhu se stává vztah mezi peněžními agregáty a cenovou hladinou dosti uvolněným. Může tedy zde dojít k situaci, kdy nebude centrální banka schopná s dostatečnou přesností ovládat zvolený peněžní agregát.

2.2.1.3 Cílování měnového kurzu

V případě režimu cílování měnového kurzu jde převážně o zajištění stabilního směnného kurzu národní měny ve vztahu k velkým silným kotevním měnám, nejlépe s co nejnižší mírou inflace. Toto cílování je vykonáváno prostřednictvím přímých devizových intervencí. K použití tohoto režimu je ale zapotřebí dostatečně velké množství devizových rezerv, kreditabilita země, konkurenceschopnost v eurozóně, či globálně a správné vedení hospodářských politik. Tento režim může být vykonáván také přes změnu úrokových sazeb. Najdeme zde ale i jednu slabou stránku věci, především v případě přímých intervencí, a tou je ztráta nezávislosti měnové politiky, jelikož může mít velkou část svých prostředků v cizí měně.

2.2.1.4 Cílování inflace

Pod režimem cílování inflace si můžeme představit situaci, kdy centrální banka sdělí předem veřejnosti své plány v podobě stanoveného inflačního cíle, kterého by daná ekonomika měla dosáhnout. Jedná se tak o přímou tvorbu inflačních očekávání. Informací, složek obsažených a zapojených do tohoto režimu cílování je několik, nejedná se tedy jen o peněžní agregáty a směnný kurz, který byl součástí předešlých popisovaných režimů, ale také se zde jedná o importní ceny, výrobní ceny, trh práce, úrokové sazby, bilanci hospodaření státních veřejných rozpočtů a dalších.

2.2.2 Povinné minimální rezervy

Jedním z hlavních a nejdůležitějších nástrojů měnové politiky jsou zajisté povinné minimální rezervy, které může centrální banka použít k ovlivnění množství peněz v bankovníctví i oběhu na tuzemském trhu. I přes výše zmíněné, tak tomu ale úplně není v naší ekonomice, kde se minimální povinné rezervy používají převážně k zajištění plynulého fungování mezibankovního platebního systému, jelikož vlastníme velký přebytek likvidity, tudíž svůj tradiční význam u nás částečně postrádají.

V případě, že chce tyto povinné, minimální rezervy centrální banka jako svůj měnový nástroj použít, v našem případě Česká národní banka, musí prvně stanovit procentuální hodnotu ze základních vkladů komerčních bank i dalších depozitních institucí, která musí být v tomto stanoveném množství uchována v centrální bance v podobě již zmíněných minimálních rezervách. Tento poměr má za výsledek ovlivnění peněžní zásoby na tuzemském trhu. (Řežábek, 2007)

Aktuálně je v České republice účinná procentuální míra povinných minimálních rezerv pro depozitní instituce a komerční banky stanovená Českou národní bankou na úrovni 2% jejich primárních vkladů, kterou tedy musí držet v centrální bance v podobě povinných minimálních rezerv.

2.2.3 Měnově politické nástroje

Jak již bylo uvedeno v předchozí části, jedním z hlavních cílů centrální banky je zajistit cenovou stabilitu v ekonomice, konkrétně nejlépe dosáhnout nízké a udržitelné inflace. K dosažení svých cílů má k dispozici centrální banka různé nástroje měnové politiky, díky nimž je Česká národní banka schopná dosáhnout svých stanovených cílů, například skrze ovlivňování operativních podcílů, nejčastěji směnných kurzů a krátkodobých úrokových sazeb. Nástroje měnové politiky lze rozčlenit do třech klíčových kategorií: přímé, nepřímé a jejich vzájemné kombinace přímých a nepřímých:

- do kategorie přímých nástrojů spadají administrativní a netržní činnosti, které napřímo omezují provoz komerčních bank a mají dopad na jejich procesy rozhodování, v podobě například úvěrových limitů a povinných vkladů
- mezi nepřímé nástroje patří veškeré operace/transakce na poli centrálních bank, které komerční banky buď mohou dobrovolně, či nemusí nutně dodržovat, to mohou být například transakce na volném trhu, nebo měnové intervence
- poslední kategorie zahrnuje nástroje, které nelze přesně zařadit do ani jedné z prvních dvou kategorií. Mohou to být například doporučení centrální banky, nebo i uchovávání povinných minimálních rezerv. (Holman, 2010)

2.2.3.1 Operace na volném trhu

V tržní ekonomice centrální banky jsou operace na volném trhu jeden z jejich nejčastěji používaných a nejvíce účinných nástrojů. Hlavním cílem je regulace krátkodobých úrokových sazeb. Tyto transakce na volném trhu jsou bezhotovostní, z nichž se mění pouze velikost rezerv u institucí komerčních bank. Tento proces operací na volném trhu je založený na procesu, kdy centrální banka nakupuje od, a nebo prodává krátkodobé cenné papíry institucím komerčních bank v místní měně daného státu. (Jílek, 2004)

Na volném trhu mají formu repo operací (zpětného odkupu), tyto operace se provádí prostřednictvím tendrů. Česká národní banka tímto procesem přelévá přebytek likvidity od institucí komerčních bank k sobě. Tuto likviditu poté převádí na cenné papíry jako kolaterál, což ve výsledku představuje, že Česká národní banka nakupuje a prodává cenné papíry s povinností zpětného odkupu v určeném čase. Tato situace se obrátí v momentě, kdy Česká národní banka jakožto dlužník splatí zpět jistinu plus úrok, a věřitel jakožto komerční banka vrátí danou zástavu ČNB nazpět. Tento moment je okamžikem, dobou, na které se předem společně domluví. Nejčastějším a základním obdobím trvání těchto operací je 14 dní, proto známe ČNB používanou sazbu 2T repo operací, kde 2T ve zkratce znamená dvou týdenní. Operace na volném trhu (repo operace) jsou důležitým nástrojem z pohledu měnové politiky, kterému je přikládán velký význam. Ve zvláštních, ojedinělých případech je toto časové období realizováno v kratším čase, ale naopak mohou být tyto operace realizovány i v období delším, jako například tři měsíční repo operace jakožto nástroj měnové politiky k podpoře ekonomiky. (ČNB, 2016)

2.2.3.2 Diskontní nástroje

Diskontní nástroje jsou z pohledu historie jedny z nejstarších nástrojů měnové politiky, které centrální banky používají a stále se tento nástroj velice často využívá k ovlivnění krátkodobých úrokových sazeb a bankovních rezerv.

Jedná se o úrokovou sazbu poskytovanou a nastavenou centrální bankou komerčním bankám (depo jiným depozitním subjektům/institucím). Tato úroková sazba je používána jako nástroj k řízení množství peněz v oběhu, a také k řízení likvidity. Když chce centrální banka zvýšit peněžní zásoby, učiní tak snížením diskontní sazby, díky které se zlevní půjčky pro komerční banky, a to se projeví právě ve zvýšení peněžní zásoby v ekonomice. (Řežábek, 2007)

Druhy úrokových sazeb a úroků, které centrální banka stanovuje v domácí měně jsou tři. První již zmíněná diskontní, druhá je lombardní a třetí reeskontní úvěry. Diskontní

úvěr je jeden z nejčastěji používaných diskontních nástrojů, jak již bylo uvedeno výše, protože reeskontní úvěry například Česká centrální banka nepoužívá jako svůj diskontní nástroj již od roku 1997. Banky potýkající se s problémem likvidity získávají a je jim poskytováno především lombardních úvěrů, v důsledku toho jsou ale tak úročeny vyšší procentuální sazbou.

2.2.3.3 Kurzové intervence

Kurzové intervence, nebo-li devizové intervence je obchodování s měnovými páry v podobě jejich prodeje či nákupu vůči tuzemské měně, vykonávané centrální bankou, v našem případě jsou to obchody s Českou korunou prováděné Českou národní bankou prostřednictvím devizového trhu.

Ve srovnání s úpravami úrokových sazeb se tento nástroj v cílených inflačních režimech používá jen zřídka. Kurzové (devizové) intervence se používají především v momentě, kdy úrokové sazby atakují, nebo dosáhnout hranici technicky nulové úrovně, jelikož poté by se další snížení dostalo do mínusových hodnot, což není možné, tím pádem se většinou volí kurzové intervence na měnovém trhu jako další nástroj měnové politiky sloužící k uvolnění a zlepšení situace na trhu. To se stalo i v případě České republiky a naší měny, kterou byla nucena Česká národní banka nuceně oslabit skrze tyto devizové intervence, s kterými začala v listopadu roku 2013. Rozhodnutím bankovní rady ČNB právě bylo zasáhnout na měnovém trhu za pomoci tohoto nástroje. Česká koruna, jak již bylo řečeno, tak byla uměle oslabena, aby dosáhla směnného kurzu okolo 27 CZK/EUR za účelem vzdorování deflačním tlakům a podpořením vývozní aktivity, tudíž podpořit exportní podniky. Tento zásah skrze kurzové (devizové) intervence a jejich dopady a vývoj na tuzemskou ekonomiku během i po těchto intervencích je předmětem této diplomové práce a je analyzován v praktické části.

Hlavním cílem kurzových (devizových) intervencí je tak ovlivnit vývoj tuzemské měny. Kurzové (devizové) intervence mají navíc vliv také na další

ekonomické ukazatele, to mohou být výše množství rezerv držených komerčními bankami, a také krátkodobé úrokové sazby, tento vliv však není cílem tohoto nástroje měnové politiky.

Vývojový trend hodnoty směnného kurzu tuzemské měny je z největší míry ovlivňován poptávkou a nabídkou. Vývoj místních měn je založen na nabídce a poptávce místních a cizích měn na devizovém trhu. K ovlivnění tohoto vztahu používá centrální banka tři intervence: přímý zásah, nepřímý zásah a verbální zásah. (ČNB, 2016)

2.2.3.3.1 Přímé intervence

Přímé intervence (devizové intervence) jsou procesem nákupu nebo prodeje devizových rezerv v cizí měně k tuzemské měně v rámci devizového měnového trhu. Hlavním cílem je zpřísnit nebo uvolnit měnovou politiku. Jak je uvedeno výše, tento zásah v podobě devizových intervencí se využívá v režimu cílování inflace, když krátkodobé úrokové sazby se dostanou na procentuální hodnoty technické nuly a jiná nastavení úrokových sazeb nelze použít, jelikož není možné mít zápornou úrokovou sazbu, proto tento tradiční nástroj měnové politiky nelze dále použít. V důsledku toho, lze uvolnit měnovou politiku v tomto případě při použití přímých intervencí v podobě devalvace tuzemské národní měny. (Lízal a Schwarz, 2013)

Tabulka níže zobrazuje krátkodobé úrokové sazby ČNB, přesněji 2T repo sazby a diskontní sazbu pro deponitní instituce, které nabyly účinnosti dne 2. listopadu roku 2012.

Typ sazby	Úroková sazba
2T repo	0,05%
diskontní	0,05%

Tabulka 1 – Krátkodobé úrokové sazby

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Tato tabulka prezentuje fakt, který byl zmíněn dříve, že úrokové sazby dosáhly hranice technické nuly, což v procentuálním vyjádření je právě hodnota 0,05%, a proto tak nesly tyto sazby dále snižovat a bylo přistoupeno k devizovým intervencím. Radu centrální banky o tom v té době přesvědčil tehdejší guvernér ČNB Miroslav Singer.

2.2.3.3.2 Nepřímé intervence

Nepřímá kurzové (devizové) intervence jsou sekvencí změn úrokových sazeb centrální banky tak, aby ovlivňovala toky zahraničního kapitálu. Tyto toky či pohyby poté způsobují změny v nabídce a poptávce cizích měn na měnovém trhu, což se odrazí i do změn trendu směnného kurzu daných měn. V době před zahájením devizových intervencí vůči euru, tento nástroj měnové politiky nebyl Českou národní bankou využit, jelikož jak již bylo několikrát zmíněno dříve, úrokové sazby dosáhly hodnot technické nuly, tudíž jejich použití nebylo možné. (Lízal a Schwarz, 2013)

2.2.3.3.3 Verbální intervence

Posledními kurzovými intervencemi, které lze použít a prostřednictvím kterých se ovlivňují směnné kurzy měn, jsou verbální intervence. Jedná se o nepřímý nástroj měnové politiky centrální banky.

Tento nástroj verbálních intervencí se používá následovně: bankovní rada centrální banky v tomto případě vydá prohlášení, například během tiskové konference. Prohlášení typu, že Centrální banka hodlá začít obchodovat na měnovém devizovém trhu. Vzhledem k chování na měnovém trhu, psychologickému chování a ekonomickým očekáváním na měnovém trhu, mají tyto verbální neboli slovní intervence kolikrát obdobný dopad, jako přímé kurzové intervence. Co se týče následného úspěchu těchto verbálních intervencí, závisí úspěch především na důvěryhodnosti dané centrální banky z pohledu investorů. (Lízal a Schwarz, 2013)

2.2.4 Transmisní mechanismus

S pomocí transmisního mechanismu, nástrojem měnové politiky jsme schopni docílit požadovaných změn v inflaci prostřednictvím procesu, v rámci kterého učiníme změny v nastavení měnově politických nástrojů.

První fází transmisního mechanismu je proto změna způsobu, jakým jsou nastavovány nástroje měnové politiky. To vede ke změnám v chování zprostředkovatelských trhů, což přímo ovlivňuje nástroje měnové politiky. Tyto změny v chování na zprostředkovatelských trzích zase vedou ke změnám na cílových trzích, na kterých se centrální banka snaží o ovlivnění inflace.

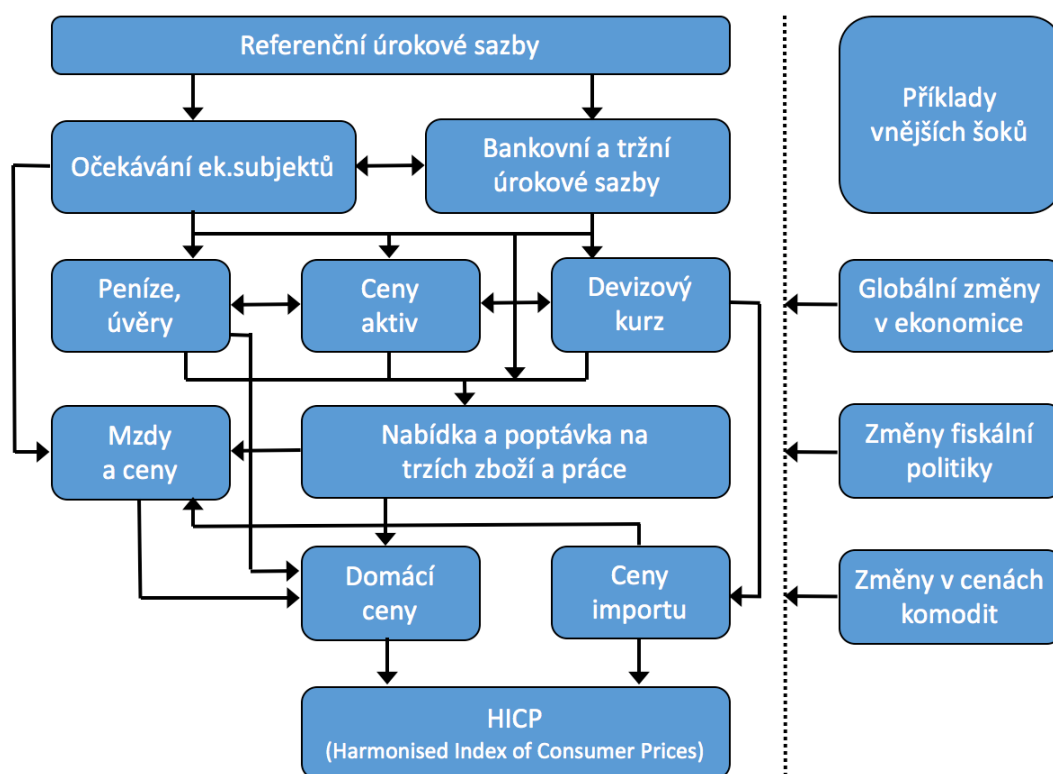


Schéma 1 – Transmisní mechanismus

Zdroj: ECB, 2017 – vlastní zpracování

Transmisní mechanismus funguje skrze několik kanálů současně. Jako klasický případ se často uvádí úroková sazba, jakožto kanál fungující následujícím schématem. Centrální banka rozhodne snížit či zvýšit sazby úroků, to je klasický

nástroj měnové politiky (přesněji repo sazby pro tuzemskou ekonomiku v ČR). Tato změna zapříčiní prvotně snížení či zvýšení sazeb v mezibankovním prostředí/trhu. Vzhledem k tomu se bankám zvýší či sníží sazby z vkladů a úvěrů. V konečném důsledku je pro centrální banku klíčový efekt, který nastane v rámci zmenšení či rozšíření aktivity na trhu investic, také i na trhu s agregátní poptávkou, a to má dopad na vývoj inflačních tlaků v podobě jejich oslabení či posílení.

2.2.4.1 Kursový

Kursový transmisní mechanismus, často označován také jako transmisní mechanismus směnných kurzů, je proces, díky kterému se snaží centrální banka změnit míru inflace skrze měnové intervence. Transmisní kursový mechanismus disponuje dvěma kanály, které mohou hýbat s mírou inflace.

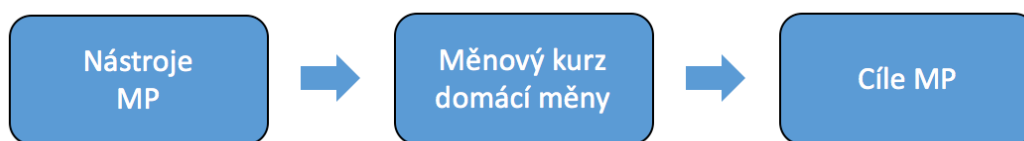


Schéma 2 – Kursový transmisní mechanismus

Zdroj: Revenda, 2011 – vlastní zpracování

Prvním zmíněným kanálem jsou devizové intervence centrální banky. Ten se používá v případě, když chce centrální banka ovlivnit směnný kurz místní měny vůči měně cizí. Změny směnného kurzu například nepochybně ovlivňují ceny importu zboží a služeb, jelikož snížení, či zvýšení hodnoty směnného kurzu se odraží, propisuje ve stejném směru i do zmíněných cen importu zboží a služeb. To má přímý dopad na úroveň hladiny cen v ekonomice, i když pouze v krátkodobém horizontu. Za dlouhodobý následek devizových intervencí měnového kurzu můžeme považovat inflační očekávání, ať už jejich snížení případně zvýšení s ohledem na akce spojené s typem intervencí v cizí měně, zda se jedná o prodej nebo nákup měny. Od tohoto se opět odvíjí tvorba cenové hladiny a opět následuje směr intervencí. Účinnost devizových intervencí pak závisí na otevřenosti ekonomiky. Čím více otevřenou

ekonomiku centrální banka spravuje, tím mají tyto devizové (měnové) intervence větší účinnost ve všech zmíněných aspektech.

Druhým kanálem kursového transmisního mechanismu je použití úrokové sazby k ovlivnění míry inflace. V následujícím příkladu je vysvětlena funkce měnové politiky, kdy je použit kursový transmisní mechanismus jako nástroj k cílování inflace. Pro snížení inflace zvýší centrální banka krátkodobé úrokové sazby prostřednictvím nástrojů měnové politiky, které má k dispozici. Tím se zvýší tržní úrokové sazby. V důsledku toho tento tlak vede k posílení domácí měny. To má za výsledek pokles importních cen, zvýšení importu, pokles exportu, pokles HDP, zaměstnanosti, růstu mezd a postupnému snižování míry inflace. Naopak, pokud se centrální banka snaží zvýšit inflaci, sníží krátkodobé úrokové sazby. To vede ke snížení tržních úrokových sazeb, oslabení domácí měny, zvýšení importních cen, zvýšení exportu a snížení importu, zvýšení HDP, zaměstnanosti a růstu mezd a nakonec ke zvýšení míry inflace. (Revenda, 2011)

2.2.4.2 Měnový

Měnový transmisní mechanismus funguje na jednoduchém principu, jehož cílem je udržení průměrné inflace.

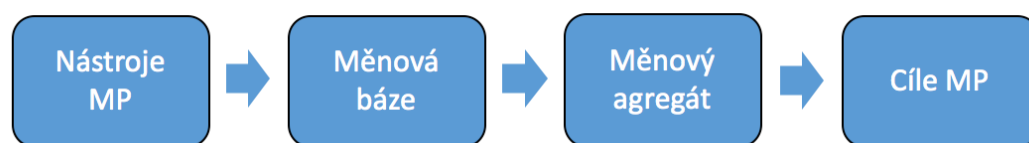


Schéma 3 – Měnový transmisní mechanismus

Zdroj: Revenda, 2011 – vlastní zpracování

Tento cíl se snaží dosáhnout za pomoci ovlivňování nabízených peněz v ekonomice, například v podobě výše rezervních vkladů komerčních bank, což má za následek

ovlivnění míry inflace. Zprostředkujícím kritériem v takovémto případě jsou tedy peněžní zásoby. (Revenda, 2011)

2.2.4.3 Úvěrový

Úvěrový transmisní mechanismus je podobně jako kursový transmisní mechanismus sekvencí ekonomických vztahů, jejím prostřednictvím se centrální banka snaží ovlivnit míru inflace skrze krátkodobé úrokové sazby.

Vzhledem k měnové politice se tedy jedná o řetězec ekonomických vztahů, který postupně ovlivňuje míru inflace s užitím nástrojů měnové politiky. Jako první je důležité pro centrální banku správný výběr nástrojů měnové politiky, které hodlá použít. Zadruhé zvolit nástroj měnové politiky, který má přímý dopad na dané zprostředkovatelské trhy a změni jejich modelové chování.

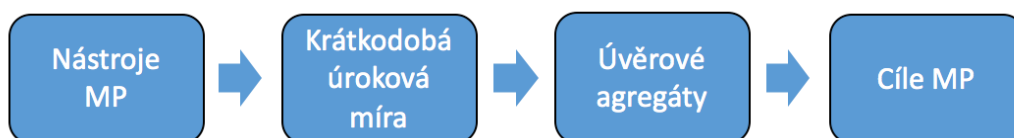


Schéma 4 – Úvěrový transmisní mechanismus

Zdroj: Revenda, 2011 – vlastní zpracování

Tahle změna chování má v důsledku dopad na zprostředkovatelské trhy, a tím pádem i konečný vliv na trh cílový, což vede k ovlivnění míry inflace. Nabízí se a existuje mnoho nástrojů měnové politiky, které mají z hlediska jejich užití vliv na úrokové sazby v ekonomice. V následujícím příkladu je popsán úvěrový transmisní mechanismus jako funkce měnové politiky v podobě implementace na cílovém trhu v režimu cílování inflace.

Pro snížení inflace zvýší centrální banka krátkodobé úrokové sazby prostřednictvím tradičních nástrojů měnové politiky. Tím rostou tržní úrokové sazby. Toto je následováno vyššími splátkami tržních subjektů a zároveň se stávají úvěry méně

dosažitelné kvůli zpřísnění kritérií pro jejich akceptaci. Výsledkem je, že domácnosti se snaží navýšit své úspory, omezují svou spotřebu a společnosti snižují své investice. V konečném důsledku to vede k poklesu HDP, poklesu zaměstnanosti, poklesu růstu mezd a co je klíčově i poklesu míry inflace. V opačném případě, kdy se centrální banka snaží míru inflace zvýšit, krátkodobé úrokové sazby sníží. To vede k nižším tržním úrokovým sazbám, nižším splátkám, uvolnění úvěrovým kritérií, nižším úsporám, růstu spotřeby, růstu investic, růstu HDP, zaměstnanosti, růstu mezd a nakonec i k růstu míry inflace. (Revenda, 2011)

3 Vlastní práce

3.1 Devizové intervence ČNB

Česká národní banka s její bankovní radou v čele oznámila dne 7. listopadu 2013, že ČNB zahájí intervence na devizovém trhu vůči měně eurozóny a světové měně euru. Ačkoli Česká národní banka v roce 2012 vydala prohlášení, že měnovou intervencí bude možná nutné použít jako nástroj měnové politiky, přestože banka tuto metodu či nástroj již aplikovala v podobě verbálních intervencí, vzbudilo oznámení údiv široké veřejnosti.

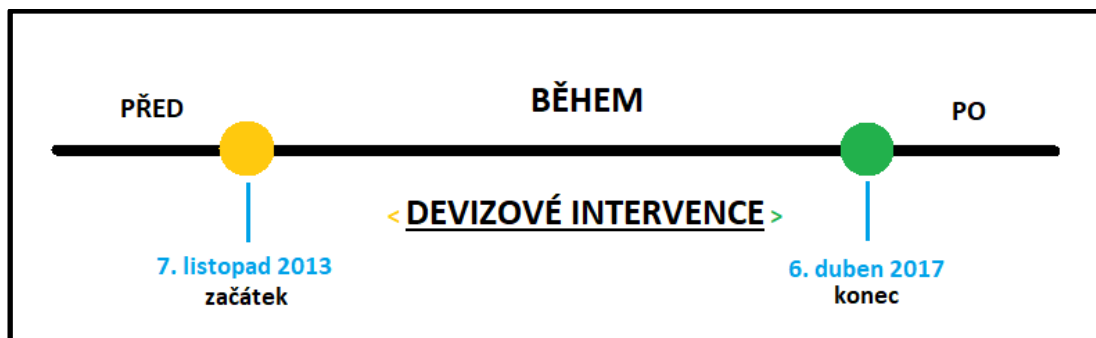
Někteří ekonomové se domnívali, že tento první velký zásah ve více než deseti letech byl přechod směřující k systému fixních směnných kurzů. (Klaus, 2013)

Následující tři cíle byly ty hlavní při zavedení intervencí:

- dosáhnoutí 2% inflačního cíle
- podpoření růstu HDP
- urychlení návratnosti 2T repo sazeb jako hlavního nástroje měnové politiky

3.1.1 Časová osa

Následující časová osa na další straně prezentuje období devizových intervencí České národní banky na měnovém trhu s jejich přesným datumem začátku i konce. Začátek, konec jsou označeny pomocí dvou bodů na černé, vodorovné ose, oranžovým bodem je označen jejich začátek a zeleným bodem jejich konec.



Časová osa 1 – Průběh devizových intervencí
2019 – vlastní zpracování

Použité barevné znázornění začátku a konce devizových intervencí je použito v několika grafech i tabulkách dále uváděných v této diplomové práci.

3.1.2 Důvody k zásahu na měnovém trhu

Hlavním důvodem tohoto zásahu je však boj proti hrozbě deflace. Od světové hospodářské krize v roce 2008 a související ekonomické recese se Česká národní banka snaží zabránit hrozbě deflace postupným snižováním tržních úrokových sazeb až na úroveň technické nuly, což se rovná 0,05%. Z tohoto důvodu byly nástroje měnové politiky z hlediska úrokových sazeb do značné míry vyčerpány. V důsledku toho, musela ČNB použít některý z dalších (zbývajících) nástrojů, proto byl zvolen měnový v podobě devizových intervencí. Dnes zásah již tehdejší guvernér České národní banky Miroslav Singer přesvědčil většinu bankovní rady tím, že poukázal na problematiku dané situace. Situaci bylo, aby Česká národní banka mohla v této dané chvíli být schopná boje proti deflaci, musela by snížit sazby úroků o dalších 0,9%. To ale nebylo možné, jelikož tím by poté úroková sazba klesla až na -0.85%, což nebylo a není technicky možné mít zápornou úrokovou sazbu, tudíž byly prosazeny devizové intervence jako další nástroj měnové politiky. (Singer, 2013)

Jedním z důvodů, proč k intervencím došlo, byl cíl České národní banky. Tento stanovený cíl byl zaměřen na zvyšování cen a zejména inflace, protože inflační očekávání byla nižší než cíl ČNB.

Rozhodnutí a krok České národní banky, ke kterému se odhodlala bylo velice riskantním krokem, ale také velkým překvapením. Trvalo to rok a půl, než se Česká národní banka rozhodla. Podle více guvernéra Tomšika, se domácí ekonomika od druhé poloviny roku 2011 nerozrostla. Za normálních okolností by tak Česká národní banka snížila úrokové sazby, které ale již dosáhly úrovně technické nuly, nešlo tuto možnost realizovat. Pokud dojde k deflaci, bude obtížné ji zastavit a prevence je lepší, než boj proti ní. (Prouza, 2013).

Jedním z důvodů intervence na devizovém trhu je také zvýšení domácí poptávky. Zástupce guvernéra Tomšika uvedl, že intervence byla pobídkou pro rodiny, aby kúpowały výrobky bez oddalování spotřeby. Víme, že toto nutkání je nutností pro spotřebitele i nutností investovat. (Kohout, 2013).

3.1.3 Strach z deflace

Strachem a obavami ze spadnutí do takzvané deflační spirály by se dal charakterizovat obecně snad nejhlavnější důvod, kvůli kterému Česká národní banka učinila krok k devizovým intervencím na měnovém trhu. Dále jsou tyto obavy charakterizovány níže.

Jak již bylo řečeno, v obavách z deflace začala centrální banka kurzově intervenovat. Stalo se tak dne 7. listopadu 2013, kdy započal start umělé devalvace české koruny.

Co tomu předcházelo? Klesající ceny, které mohly zapříčinit, že lidé odloží částečné nákupy kvůli očekáváním z dalšího snižování cen, což by mělo negativní dopad na tuzemskou ekonomiku.

Česká národní banka tak musela urychlit zvyšování cen, aby se postupně přibližovala ke svému inflačnímu cíli v podobě 2%.

3.1.4 Objem devizových intervencí

Devalvace koruny o neúplných 5%, což znamená nad 27 CZK/EUR bylo dostatečné v listopadu nakoupit eura za zhruba 200 mld. Kč. Od té doby Česká národní banka na trhu neměla nutnost nezasahovat až do července 2015, protože koruna stále balancovala nad nastavenou hranicí, a to pouze díky tržní nabídce a poptávce. Po dobu dalšího, skoro roku, nakupovala měsíčně eura jen v jednotkách desítek miliard korun.

Kvůli zvyšující se inflace na podzim roku 2016 však byla nucena Česká národní banka učinit další kroky. Podle ekonomických údajů odhadovali zahraniční spekulanti, že devizové intervence České národní banky rychle skončí, a to by mohlo potencionálně vést k náhlé revaluaci české měny. V důsledku toho zahájili spekulanti nákup českých korun, jelikož předpokládali pravděpodobný rychlý profit.

Přesněji na desátý měsíc říjen 2016, kdy nákupy eur poprvé za téměř tři roky překročily částku 100 mld. eur, můžeme nahlížet jako na předpověď situace, která nastala v prvních měsících roku 2017. V této době již bylo zcela jasné, že míra inflace se kontrolovaně a bez jakýchkoli výkyvů nad stanoveným inflačním cílem 2% České národní banky, tím pádem, že devizové intervence skončí brzy po uplynutí doby závazku, který sdělila Česká národní banka, ve kterém se zavázala nejméně do konce prvního čtvrtletí roku 2017 k udržování slabé koruny.

Ze začátku roku 2017 ve všech prvních třech měsících musela Česká národní banka korunu korigovat mnohem razantněji než v předchozích letech, a vůbec kdykoli za dobu devizových intervencí. V měsíci březnu byla Českou národní bankou nakoupena eura za 520 mld. Kč, což bylo jednoznačně rekordní množství po dobu devizových intervencí vůbec.

V prvních šesti dubnových dnech Česká národní banka nakonec nakoupila další eura za 17,6 mld. Kč, aby se jí podařilo udržet směnný kurz slabší než 27CZK/EUR. Téměř po třech a půl letech poté, Česká národní banka své devizové intervence oficiálně ukončila ke dni 6. dubna 2017.

V průběhu devizových intervencí vůči euru, tak Česká národní banka vynaložila na umělé devalvování české koruny celkem 2,05 bilionu Kč.

Měsíční objemy intervencí ČNB	
měsíc a rok	objem (mld. Kč)
listopad 2013	202,5 mld. Kč
červenec 2015	27,9 mld. Kč
srpen 2015	100,8 mld. Kč
září 2015	62,7 mld. Kč
listopad 2015	10 mld. Kč
prosinec 2015	41,6 mld. Kč
leden 2016	58 mld. Kč
únor 2016	16,8 mld. Kč
duben 2016	10,6 mld. Kč
květen 2016	15,5 mld. Kč
červen 2016	8,5 mld. Kč
červenec 2016	8,3 mld. Kč
srpen 2016	28,6 mld. Kč
září 2016	99,5 mld. Kč
říjen 2016	106,9 mld. Kč
listopad 2016	14,1 mld. Kč
prosinec 2016	87,9 mld. Kč
leden 2017	391 mld. Kč
únor 2017	219,7 mld. Kč
březen 2017	520 mld. Kč
duben 2017	17,6 mld. Kč

Tabulka 2 – Měsíční objemy intervencí

Zdroj: ČNB, 2017 – vlastní zpracování

3.1.5 Výhody a nevýhody

S ohledem na polemiku devizových intervencí České národní banky a také jejich následný začátek se začaly množit reakce a názory ze strany odborníků na směnné kurzy, měnový trh a ekonomiku celkově ohledně výhod a nevýhod těchto devizových intervencí. Níže je pár vybraných reakcí uvedeno.

V roce 2013 došlo k mnoha reakcím na devizové intervence České národní banky. Tyto reakce byly převážně negativního charakteru. Zejména s ohledem na dovozní ceny a již nízkou spotřebu tuzemské ekonomiky.

Klady i protiklady kurzových měnových intervencí České národní banky totiž ovlivňují širokou škálu podniků, ale nejen podniků, taky bezpochyby české domácnosti. Jednoduše se dá říct, že osoby či podniky závislé hlavně na dovozu jsou s tímto rozhodnutím logicky nespokojeni. Důvodem byla obava, že import klesne a naopak se zvýší export. Díky přívětivé hodnotě směnného kurzu, která intervencemi hraje exportu do karet. Podniky stojící na dovozu, musí snížit své náklady, ať už mzdové, tak personální. (ČTK, 2013)

To, co bylo uvedeno z velké části potvrdila i Česká národní banka v jednom ze svých prohlášení, v kterém ČNB uvedla, z devizových intervencí budou mít prospěch především vývozci, jelikož díky těmto intervencím si přijdou na větší profit. Kromě toho by i rodiny měly utrácet více peněz, a to poté ovlivnit vytváření nových pracovních míst. Rozhodnutí rady centrální banky však může mít svůj dopad i v podobě podcenění psychologie spotřebitelů, což by situaci mohlo otočit přesně naopak, výsledkem by bylo, že se tuzemské domácnosti budou strachovat z růstu cen a tím pádem poklesne jejich spotřeba a výdaje.

Posledním nevýhodou se může zdát dražší vývoz z hlediska páky, kterou budou tlačit nahoru cenovou hladinu a také tlačit na kupní sílu národu, čímž tedy vytvářet tlak i na životní úroveň obyvatelstva. (ČNB, 2013)

Jedno z dalších tvrzení poukazoval i na fakt, že pokud by Česká národní banka kurz udržovala dlouhodobě, mělo by to mít pozitivní dopad na podporu domácí ekonomiky. Velkým otazníkem však, co nastane, pokud Česká národní banka přestane zasahovat na devizovém trhu a intervence ukončí.

V České republice existuje kvalifikovaná pracovní síla za rozumnou cenu a právě u nás se montuje velké množství produktů, což obvykle závisí na dovozu požadovaných surovin, meziproductů nutných k této činnosti. Je také zajímavé poznamenat, že z dlouhodobého hlediska bude rozhodnutí České národní banky nepochybně nápomocné také českému zemědělství a české ekonomice jako celku. Pokles české koruny je bezesporu podporou exportérů, protože česká ekonomika je otevřená a orientovaná na export. Dlouhodobá vize ale může znamenat i problém, jelikož se dá jen s těžší predikovat. Není na škodu podotknout, že Česká národní banka se tímto snaží zabránit ekonomice od spadnutí do deflační spirály, což je nejspíše cílem pro časové období v horizontu jednoho roku. Krok České národní banky je tak ve skutečnosti velmi logickým zásahem směrem ke stabilizaci hodnoty směnného kurzu koruny v poměrovém porovnání síly ostatních cizích měn. (Wiesner, 2013)

3.1.6 Kritika

Kroky, které Česká národní banka učinila v rámci jejich možností k zavedení režimu devizových intervencí mají mnoho příznivců, ale na druhé straně také mnoho kritiků tohoto zásahu do ekonomiky.

V zásadě existují dva hlavní argumenty proti tomuto zásahu:

- tuzemské ekonomice nehrozí deflace
- i přes rizika spojená s možnou deflací, jednalo by se o deflaci zapříčiněnou pozitivním šokem v nabídce na trhu

Jedním z předních kritiků devizových intervencí učiněných Českou národní bankou je bývalý český prezident a ekonom Václav Klaus. Jeho kniha o tomto

kontroverzním tématu s názvem „Byla deflace opravdu hrozbou?“, ve které s režimem kurzových intervencí na měnovém trhu nesouhlasí a mluví o něm jako o velice riskantním a špatně zvoleným z pohledu několika důvodů dále uvedených:

- v posledních pěti letech byla hospodářská a měnová politika českého trhu v důsledku ekonomické stagnace relativně nestabilní a Česká národní banka by tak neměla riskovat použitím netradičních nástrojů měnové politiky
- ačkoli okolnosti spojené s ekonomickou stagnací a základními příčinami nebyly jasné, bylo zřejmé, že příčinou nebyla nedostatečná peněžní zásoba
- přímé devizové intervence negativně ovlivnily dovozní ceny a způsobily inflační tlaky, které byly považovány za nepříznivé
- kompletní systém cílování inflace je založen na prognózách budoucích cenových hladin České národní banky, což je vysoce nejisté a nebezpečné. Do jisté míry jsou to „nedostatečně cílené“ inflační cíle
- Česká národní banka navrhuje inflační cíle. Úvahy potřebné k dosažení inflačního cíle, kurzové intervence jsou proto nerozumné
- není nutný žádný zásah, cesta k ekonomickému blahobytu spočívá v dobré vládní měnové politice a účinnějším státnímu rozpočtování
- český trh postrádá poptávku po spotřebním zboží, vývozu a investicích
- deflace nepředstavuje hrozbu pro tuzemskou ekonomiku, ta totiž hrozí, když nedochází k hospodářskému růstu

Celkově lze konstatovat, že Česká národní banka použila devizové intervence na měnovém trhu pouze proto, že neměla již žádný tradiční nástroj měnové politiky v záloze.

3.2 Situace během devizových intervencí

V této části se bude diplomová práce zabírat průběhem devizových intervencí a vývojem tuzemské ekonomiky.

Najdeme zde vývoj směnného kurzu, který je přímo spojen s devizovými intervencemi České národní banky. Dále budou analyzovány a komparovány hlavní ukazatelé ekonomiky, kterými jsou: inflace, hrubý domácí produkt, zahraniční obchod a trh práce, jejichž vývoj, ať už klesající či rostoucí tendenci, bezesporu devizové intervence ovlivnily.

Výše zmíněné ukazatele budou prezentovány vždy v časovém období od prvního kvartálu roku 2013 až po poslední čtvrtý kvartál roku 2017 v následujících tabulkách a grafech.

3.2.1 Vývoj směnného kurzu

Níže uvedený graf ukazuje vývoj směnného kurzu CZK/EUR od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Horizontální osa prezentuje období let 2013 až 2017. Vertikální osa zobrazuje hodnoty směnného kurzu od 25 CZK/EUR do 29 CZK/EUR. Oranžovým bodem je znázorněn začátek devizových intervencí dne 3. listopadu 2013 a zeleným bodem konec těchto devizových intervencí dne 6. dubna 2017.

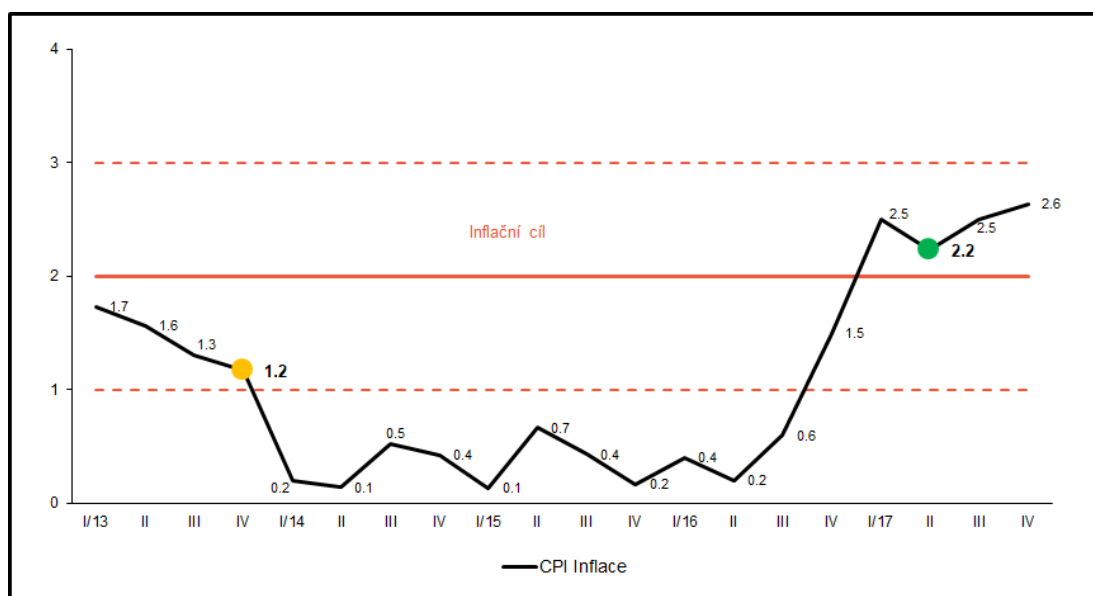


Graf 1 – Směnný kurz CZK/EUR 2013-2017
 Zdroj: ECB, 2019 – vlastní zpracování

Ke konci roku 2013 můžeme vidět nárůst směnného kurzu až nad hodnotu 27,5 CZK/EUR, nicméně v roce 2014 se kurz pohyboval až na jeden menší výkyv okolo hodnoty 27,5 CZK/EUR, Začátkem roku 2015 lze pozorovat největší výkyv vůbec až nad hodnotou 28 CZK/EUR, který se opět zkorigoval k hranici 27,5 CZK/EUR a poté od konce roku 2015 se poté většinu času směnný kurz pohyboval mírně nad hranicí 27 CZK/EUR až do dne ukončení intervencí.

3.2.2 Inflace

Způsob, jak nejlépe popsat a zachytit vývoj inflace v České republice, v průběhu devizových intervencí České národní banky, je použit následující graf, který ukazuje tento vývoj růstu inflace na základě indexu spotřebitelských cen (CPI Inlace) od začátku roku 2013 do konce roku 2017.



Graf 2 – Vývoj CPI Inlace v České republice 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Vodorovná osa zobrazuje jednotlivé kvartální období od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Svislá osa poté ukazuje procentuální hodnotu CPI Inlace (indexu spotřebitelských cen). Červená, plná přímka znázorňuje 2% inflační cíl stanovený Českou národní bankou. Přímky přerušované vycházející z procentuálních hodnot 1% a 3% označují toleranční pásmo míry inflace a konečná černá spojnice označuje vývoj míry této CPI inflace. Oranžový bod na spojnici značí začátek devizových intervencí a zelený bod konec devizových intervencí.

Z grafu je možné zcela zřejmě vypožorovat, že míra CPI inflace byla v období od začátku devizových intervencí v listopadu 2013 po celou dobu až do prvního kvartálu roku 2017 nižší než byl stanovený cíl České národní banky. Růst započal v třetím čtvrtletí roku 2016 a po ataku hranice 2%, učinila Česká národní banka krok v podobě

ukončení devizových intervencí v dubnu 2017, druhém čtvrtletí tohoto roku s hodnotou CPI inflace 2,2%.

Následující tabulka zobrazuje skutečný vývoj inflace v průběhu devizových intervencí České národní banky, společně s její prognózou a dále CPI inflaci, hodnot regulovaných cen, cen potravin, cen pohonných hmot a jádrové inflace v kvartálních obdobích od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Oranžově je v tabulce znázorněn začátek intervencí a zeleně jejich konec. Číselné hodnoty jsou uvedeny v procentuálních (%) bodech.

Kvartál / Rok	I/13	II	III	IV	I/14	II	III	IV	I/15	II	III	IV	I/16	II	III	IV	I/17	II	III	IV
Skutečnost	1.8	1.5	1.2	1.1	0.2	0.2	0.6	0.5	0.1	0.7	0.4	0.1	0.5	0.3	0.5	1.4	2.4	2.2	2.6	2.6
Prognóza	1.8	1.6	1.6	1.8	1.2	1.5	1.7	1.8	0.9	1.2	1.3	1.5	0.5	0.1	0.2	0.9	1.5	1.8	2.2	2.5
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
CPI Inlace	1.7	1.6	1.3	1.2	0.2	0.1	0.5	0.4	0.1	0.7	0.4	0.2	0.4	0.2	0.6	1.5	2.5	2.2	2.5	2.6
Regulované ceny	3.6	3.4	1.5	1.0	-4.1	-4.2	-2.3	-2.0	0.2	0.3	-0.2	-0.4	0.8	0.8	-0.1	-0.1	-0.2	-0.8	0.2	0.3
Ceny potravin	3.6	3.8	3.5	3.0	3.3	2.3	1.5	-0.4	-1.0	0.4	-0.1	-0.7	-0.1	0.0	0.6	3.1	2.8	2.0	3.8	4.0
Ceny PH	-1.9	-4.5	-1.5	1.8	2.6	-0.4	0.2	-6.0	-14.0	-11.1	-12.0	-15.1	-11.0	-13.9	-10.7	4.3	11.6	12.8	2.1	1.4
Jádrová inflace	-0.5	-0.4	-0.6	-0.3	-0.3	0.1	0.9	1.1	1.2	1.0	1.1	1.4	1.2	1.1	1.0	1.6	2.0	2.4	2.7	2.1

Tabulka 3 – Hodnoty inflace během devizových intervencí 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Tato tabulka vyčísľuje jedny ze složek CPI (indexu spotřebitelských cen) a jejich čtvrtletní příspěvek k míře skutečné inflace tuzemské ekonomiky. Do skupiny regulovaných cen spadají například elektřina, zemní plyn, nebo také léky a další., zkrátka zboží (komodity) s vládou regulovanými cenami. Z hlediska hodnot cen potravin a pohonných paliv je to jasné a není potřeba dalšího vysvětlení. Jádrová inflace (dříve nazývána korigovaná inflace bez pohonných hmot) je definována jako nárůst cenové hladiny, ale bez regulovaných cen, bez cen potravin, bez cen pohonných hmot a bez nepřímých daní. Jádrová inflace se promítá do vývojové tendence hrubého domácího produktu a je ovlivňována zejména úrovní spotřeby a investicemi.

V posledním čtvrtletí roku 2013 dosáhla míra inflace 1,1%, což je hraniční hodnota spodní linie tolerančního pásma inflačního cíle nastaveného dlouhodobě Českou národní bankou. Proto tedy naše centrální banka zasáhla a ve stejném období také vyhlásila devizové intervence vůči euru.

V začátku roku 2014 míra inflace dále poklesla a to dokonce až na hodnotu 0,2%. Důvodem tohoto poklesu byl nejspíše pokles regulovaných cen, který se dostal až do záporných hodnot růstu od prvního čtvrtletí až do posledního čtvrtletí. Také nepřímé daně negativně společně s cenou pohonných hmot ovlivnily míru inflace a tlačily tak pevnou silou proti ní. Pozitivně se ale na růstu inflace podepsaly ceny potravin, které se kvůli devizovým intervencím zvýšily v návaznosti na zvýšením dovozních cen.

Druhý kvartál tento trend neodvrátil a hodnota stagnovala na úrovni 0,2%. Převážně klesající regulované ceny stály za příčinou deflačního tlaku. Nicméně, jádrová inflace šla nahoru, jelikož ta je vázána převážně na hrubý domácí produkt a hrubý domácí produkt nabíral na síle. Po zásahu České národní banky se trh dostal do rovnováhy, tudíž se zvýšení dovozních cen nějak zásadně nepromítlo do cen potravin, které narostly jen nepatrně.

Ve třetím kvartálu 2014 vzrostla inflace na 0,6%. Důvodem bylo zejména zvýšení jádrové inflace, díky nárůstu domácí poptávky, což se odráží v pozitivní změně v inflačních očekáváních České národní banky. Dokazuje to i fakt zvyšující se spotřeby a investicí. Domácnosti a podniky zkrátka přestaly očekávat, že ceny budou i nadále klesat a začaly opět utrácet své peníze. Čtvrtý a poslední kvartál roku 2014 se míra inflace pohybovala okolo 0,5% a dále klesla až na 0,1% v prvním kvartálním období roku 2015, tento propad by důsledkem pokračujícího propadu cen potravin a také cen pohonných hmot na světovém trhu. Inflace v druhém kvartále roku 2015 vzrostla na 0,7% tažena cenou pohonných hmot a cenami potravin.

Ve třetím kvartále byla hodnota 0,4%, a to zejména v důsledku propadu regulovaných cen, cen potravin i cen pohonných hmot. Všechny tyto složky tudíž ztratily. Ve třetím a čtvrtém kvartále roku 2015 se situace nějak nelepšila a balancovala okolo stejných

hodnot. Dokonce i v prvním čtvrtletí roku 2016, tomu nebylo jinak. V druhém čtvrtletí roku 2016 se již objevil náznak lepších časů a ve třetím a čtvrtém čtvrtletí se ekonomice začalo opět dařit a míra inflace rostla.

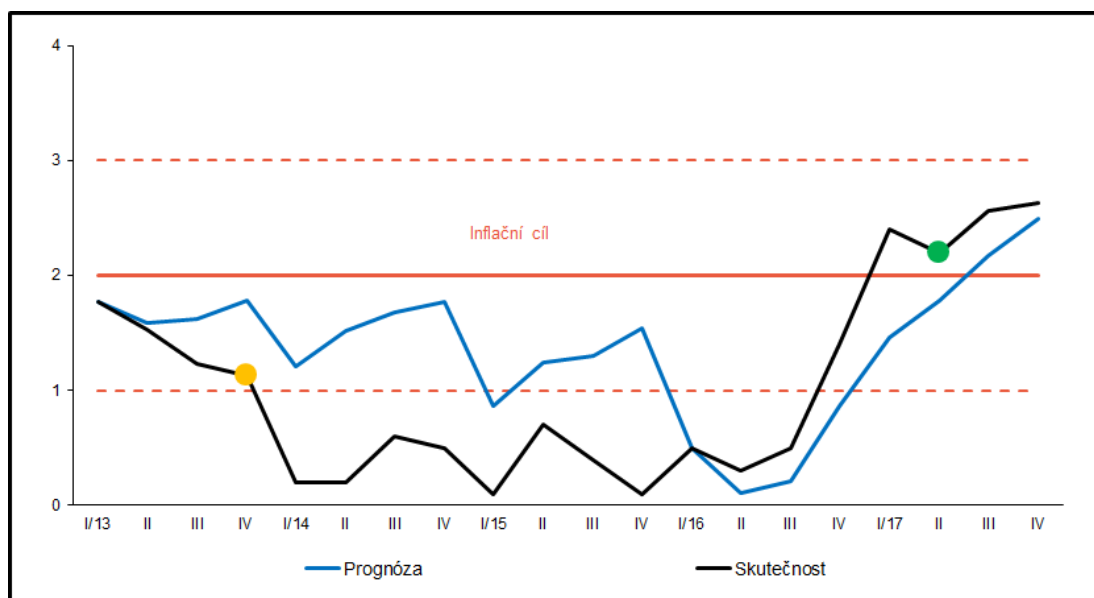
Ve třetím čtvrtletí dosahovala hodnota míry inflace stále nízkých 0,5%, ve čtvrtém posledním čtvrtletí se ale míra vyhoupla rychle o necelé 1% na konečných 1,4%, a to především díky ceně pohonných hmot a také ceně potravin. Jádrová inflace taktéž posílila o 0,6% bodu v tomto posledním čtvrtletním období roku 2016.

V prvním i druhém čtvrtletí roku 2017 táhla inflaci i nadále silně nahoru cena pohonných hmot, ceny potravin a dokonce i regulované ceny velmi přispěly v prvním kvartále tohoto roku. Míra inflace se tak vyšplhala dokonce až na 2,4%, což bylo o 0,4% bodu více, než stanovený inflační cíl a začalo se tak pomalu mluvit u ukončení devizových intervencí. To se také stalo hned ve druhém kvartále, kdy míra inflace stále dosahovala větší hodnoty, než byl stanovený inflační cíl, a to přesněji 2,2%. Česká národní banka v této chvíli také oznámila konec devizových intervencí, a to 6. dubna 2017 v tiskové zprávě a výstupu guvernéra ČNB.

Po analýze vývojového trendu míry inflace od roku 2013 do roku 2017 lze konstatovat, že z hlediska tuzemské ekonomiky kvůli devizovým intervencím České národní banky došlo k:

- zvýšení importních cen, zároveň ale i ke zvýšení exportu
- splnění inflačních očekávání
- růstu hrubého domácího produktu (o čemž svědčí jádrová inflace)

Níže uvedený graf nám nakonec zobrazuje srovnání skutečné (reálné) míry inflace s prognózou (předpovědí) míry inflace, která byla v průběhu devizových intervencí publikována Českou národní bankou.



Graf 3 – Skutečná inflace ve srovnání s prognózou ČNB 2013-2017
Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Na horizontální ose je zobrazené časové období po čtvrtletích od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Na svislé ose poté procentuální vyjádření míry inflace. Přímka inflačního cíle 2% v podobě červené, plné přímky je jasná, stejně tak jako toleranční pásmo v rozmezí 1% až 3%, které představují dvě přerušované přímky opět v červené barvě. Černá křivka prezentuje skutečný vývoj míry inflace a modrá křivka předpovídaný vývoj. Na křivce skutečné (reálné) inflace jsou k naleznutí dva body, oranžový znázorňující začátek devizových intervencí České národní banky, zelený konec těchto devizových intervencí na měnovém trhu.

Vzhledem k trendu těchto dvou křivek můžeme říct, že Česká národní banka si počínala velice dobře a dokázala s velmi velkou pravděpodobností predikovat vývoj míry inflace, jelikož tyto dvě křivky víceméně kopírují sebe samé navzájem ve vývoji inflace. ČNB také predikovala dosáhnutí inflačního cíle v druhém čtvrtletí roku 2017,

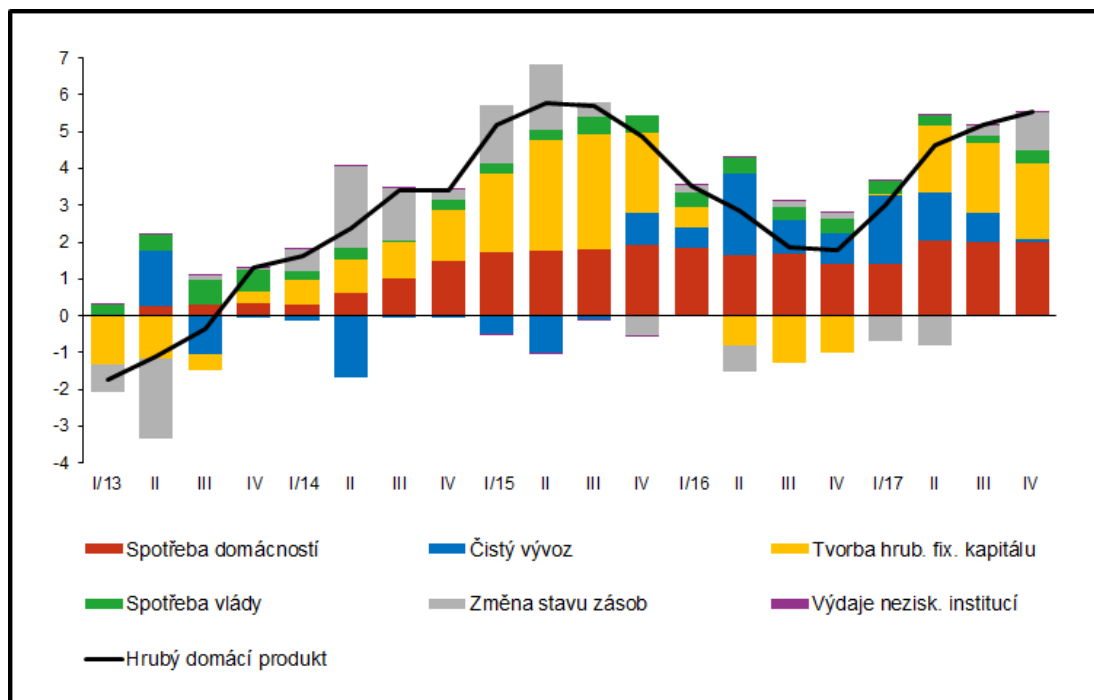
kde ekonomika rostla rychleji a dostala se nad tento očekávaný cíl už v prvním kvartále roku 2017.

Jak již bylo řečeno dříve, Česká národní banka poté, své devizové intervence vůči měně euru záhy ukončila.

Z hlediska inflace, tedy devizové intervence jednoznačně splnily svůj úkol a tento vývoj ukazuje široké veřejnosti, že rozhodnutí České národní banky k použití ne úplně tradičního nástroje v podobě intervencí na devizovém trhu byl správný a jeho implementace se vyplatila.

3.2.3 HDP

Vývoj a strukturu meziročního růstu HDP od ledna 2013 do prosince 2017 během devizových intervencí České národní banky lze nejlépe znázornit následujícím grafem.



Graf 4 – Vývoj meziročního růstu HDP 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Na vodorovné ose máme zobrazeno časové období od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Dílčí sloupce grafu poté reprezentují určité hodnoty a jsou ukazatelem kvartálního vývoje HDP v procentech (%). Černá křivka představuje to nejdůležitější, a tím je celkový růst HDP. Graf byl vypracován s pomocí dat následující tabulky, která byla zpracována a obsahuje veškeré hodnoty pro jednotlivá čtvrtletí a složky HDP.

Kvartál / Rok	Spotřeba domácností	Čistý vývoz	Tvorba hrub. fix. kapitálu	Spotřeba vlády	Změna stavu zásob	Výdaje nezisk. institucí	Hrubý domácí produkt
I/13	0.0	0.0	-1.3	0.3	-0.7	0.0	-1.8
II	0.3	1.5	-1.2	0.4	-2.2	0.0	-1.1
III	0.3	-1.1	-0.4	0.7	0.1	0.0	-0.4
IV	0.3	0.0	0.3	0.6	0.1	0.0	1.3
I/14	0.3	-0.2	0.7	0.2	0.6	0.0	1.6
II	0.6	-1.7	0.9	0.3	2.2	0.0	2.4
III	1.0	-0.1	1.0	0.0	1.4	0.0	3.4
IV	1.5	-0.1	1.4	0.2	0.3	0.0	3.4
I/15	1.7	-0.5	2.1	0.3	1.6	0.0	5.2
II	1.8	-1.0	3.0	0.3	1.8	0.0	5.8
III	1.8	-0.1	3.1	0.5	0.4	0.0	5.7
IV	1.9	0.9	2.2	0.4	-0.5	0.0	4.9
I/16	1.9	0.6	0.6	0.4	0.2	0.0	3.5
II	1.7	2.2	-0.8	0.4	-0.7	0.0	2.8
III	1.7	0.9	-1.3	0.3	0.2	0.0	1.8
IV	1.4	0.8	-1.0	0.4	0.2	0.0	1.8
I/17	1.4	1.9	0.0	0.4	-0.7	0.0	3.0
II	2.0	1.3	1.8	0.3	-0.8	0.0	4.6
III	2.0	0.8	1.9	0.2	0.3	0.0	5.2
IV	2.0	0.1	2.1	0.4	1.0	0.0	5.5

Tabulka 4 – Kvartální hodnoty pro HDP 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Snížení rostoucího trendu HDP v roce 2013 oproti předchozím obdobím byl způsoben celkovým děním tvorby hrubého fix. kapitálu, zatímco příspěvky z ostatních složek byly skoro zanedbatelné. Reálná ekonomická aktivita v roce 2013 poklesla, naopak spotřeba domácností se mírně zvýšila a kladná hodnota čistého vývozu (exportu) měla také svou část na růstu HDP v druhém kvartálu roku 2013. Celkově byli však značnou mírou zastíněni negativním příspěvkem k tvorbě hrubého kapitálu, který byl opět záporný. V prvním čtvrtletí roku 2014 se situace začala zlepšovat, jelikož se ocitly všechny faktory v plusu a přispěly tak k pokračujícímu růstu HDP až do roku 2015. Na začátku roku 2015 činila míra růstu HDP 5.2% a v druhém čtvrtletí dokonce 5.8%. Bylo to způsobeno zvýšením tvorby hrubého fix. kapitálu a pokračující spotřebou domácností. I přestože se spotřeba domácností nesnižovala nijak rapidně, spíše se pohybovala kolem stejných hodnot po celých dalších osm čtvrtletí až do konce roku 2017, navzdory tomu ale HDP začalo klesat kvůli úbytku tvorby hrubého fix. kapitálu, který se dostal do záporných hodnot v druhém, třetím i posledním čtvrtletí roku 2016. Situace se ale stejného roku 2016 v třetím čtvrtletí nakonec účinně stabilizovala, a v konečném čtvrtém čtvrtletí se trend obrátil zpět na rostoucí. Se začátkem roku 2017 až do jeho poloviny narostl o významný objem čistý vývoz (export). Během této doby

byly ukončeny i devizové intervence České národní banky, a to přesněji 6. dubna 2017. Dále si HDP udržel svůj rostoucí trend až do konce roku 2017, který je se svým čtvrtým kvartálem, posledním znázorněným obdobím ve zpracovaném grafu a tabulce výše.

Česká národní banka ve svých prognózách té doby také předpovídala, že růst HDP v roce 2016 by měl zpomalit pod úroveň 3%, přesněji na 2,8%. Toto tvrzení se záhy ukázalo jako pravdivé. Hned v druhém čtvrtletí tohoto roku hodnota odpovídala 2.8%, jak dříve Česká národní banka ve své prognóze dříve uvedla. Jedním z hlavních důvodů tohoto tvrzení bylo snížení vládních investic, které z velké většiny skončily z důvodů ukončení možností k čerpání finančních prostředků Evropské unie z předešlého programového období, a také kvůli pouze postupnému nárůstu v novém programovém období, které umožnilo prostředky znovu čerpat. Roli sehrály také již od začátku roku 2015 zvýšené zásoby a nižší ceny ropy, které mohly také vést ke zpomalení ekonomiky. (ČNB, 2017).

Celkově vzato, růst HDP naznačuje, že devizové intervence daly popud ke zvýšení domácí agregátní poptávky. Dosáhly tak zcela zřejmě jednoho ze svých stanovených cílů a zajisté i stimulovaly celkovou ekonomickou aktivitu v rámci tuzemské ekonomiky.

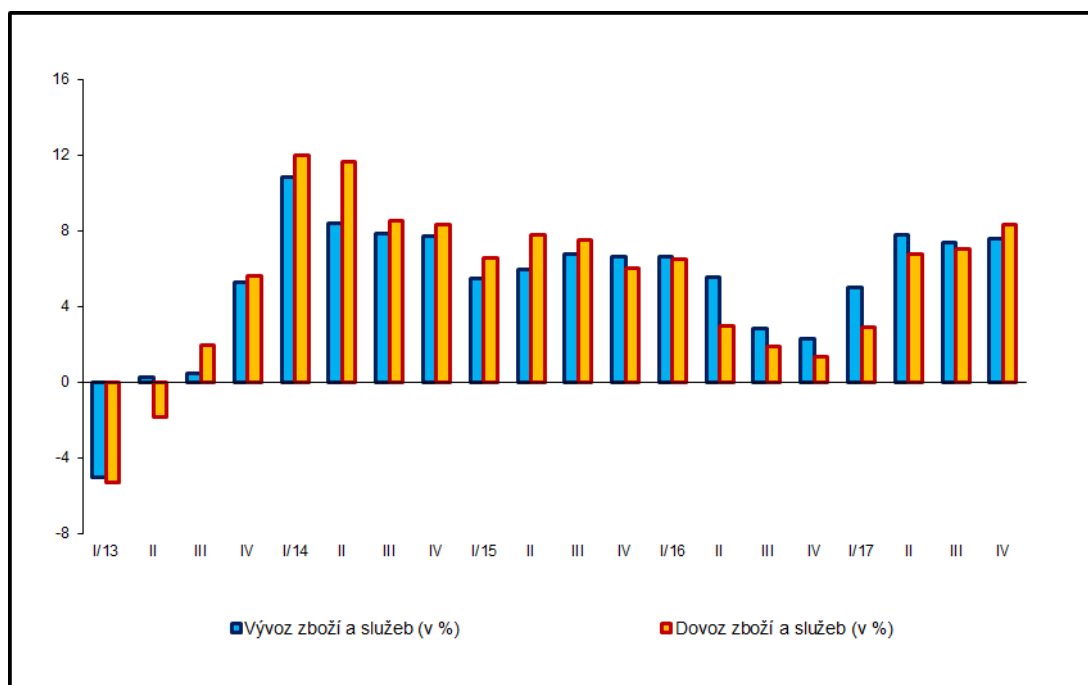
Trend růstu hrubého domácího produktu od roku 2013 do roku 2017 vykazuje následující ekonomické změny:

- zvýšení čistého vývozu
- zvýšení investic
- zvýšení spotřeby domácností
- zvýšení vládních výdajů
- zvýšení tvorby hrubého fix. kapitálu

3.2.4 Zahraniční obchod (export a import)

Zahraniční obchod je jeden z klíčových ukazatelů ekonomiky ovlivněný devizovými intervencemi České národní banky, jelikož se ho týkal jeden ze stanovených cílů těchto zmíněných intervencí.

Následující graf zachycuje růst ročních procentuálních změn vývozu (exportu) a dovozu (importu) zboží a služeb od prvního čtvrtletí roku 2013 do posledního čtvrtletí roku 2017.

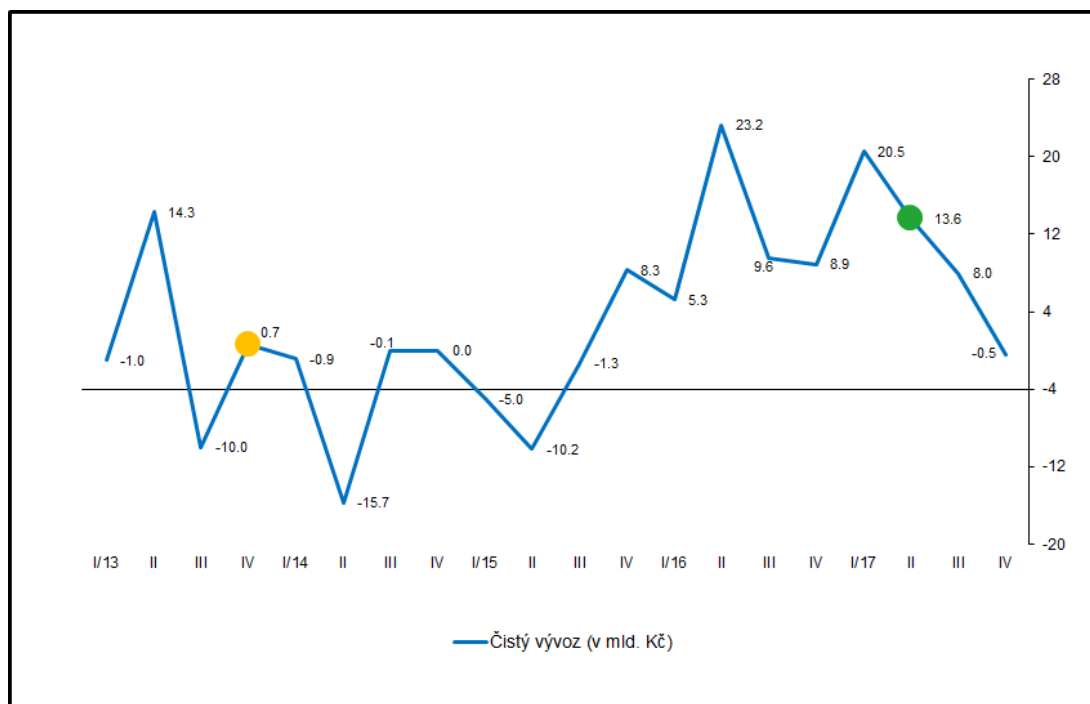


Graf 5 – Růst vývozu a dovozu 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Horizontální osa zobrazuje období každého čtvrtletí od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Vertikální levá osa je ukazatelem vývozu (exportu) a dovozu (importu) zboží a služeb. Světlé modré sloupečky s tmavě modrými rámečky znázorňují vývoz, kdežto oranžově sloupečky s červenými rámečky znázorňují dovoz zboží a služeb, obojí je udáváno v procentech, tím pádem vertikální osa reprezentuje výši procentuální změny.

Druhy uvedený graf zahraničního obchodu v pořadí zobrazuje růst čistého vývozu (exportu), jelikož čistý export zaujímá důležitou pozici z hlediska HDP. Čistý vývoz se vypočítá na základě rozdílu mezi vývozem a dovozem.



Graf 6 – Čistý export 2013-2017
Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Na vodorovné ose je prezentováno časové období od začátku roku 2013 až do konce roku 2017. Svislá, pravá osa poté znázorňuje příspěvek čistého vývozu (exportu) k růstu HDP v hodnotách miliard Korun českých. Výsledná hodnota čistého vývozu (exportu) je vyobrazena v podobě modré křivky. Oranžový bod na křivce znázorňuje začátek devizových intervencí a zelený bod jejich konec.

Z těchto dvou grafů výše, lze vydedukovat, že čistý vývoz nebyl úplně přívětivý i po začátku devizových intervencí až do druhého/třetího čtvrtletí roku 2015. I přesto, že od třetího kvartálu roku 2013 vývoz rostl a později se držel na vysokých hodnotách během roků 2014, 2015 i 2017, s výjimkou roku 2016, kdy byl vyzorován jeho pokles. Navzdory tomu dovoz (import) stále převyšoval export (vývoz) a to až do posledního čtvrtletí roku 2015, kdy se tato bilance obrátila a vývoz začal převyšovat export. Tato bilance přebytku vývozu nad dovozem se tím pádem rychle projevila v trendu čistého

vývozu, který jak již víme je rozdílem mezi vývozem a dovozem, tudíž se čistý vývoz dostal do kladných hodnot a období růstu až do konce devizových intervencí.

Tímto byl podpořen další ze stanovených cílů devizových intervencí České národní banky a to povzbudit české výrobce exportéry k dalším vývozům.

Hlavním a určujícím faktorem růstu vývozu a přebytkem nad dovozem byla zvýšená zahraniční poptávka po tuzemském zboží a službách. Je to dáno relativně nízkými cenami tuzemského zboží a služeb pro zahraniční společnosti, ekonomické subjekty.

Můžeme tedy s jistotou konstatovat, že devizové intervence pomohly zahraničnímu obchodu a vývoz výrazně narostl, společně i s dovozem. Důvodem byla skutečnost, že čeští vývozci vždy reagují na rostoucí poptávku po svých výrobcích zvyšováním poptávky po polotovarech, které obvykle nejsou součástí domácího tuzemského trhu.

Souhrnně lze říci, že v důsledku vývoje zahraničního obchodu a čistého vývozu došlo k následujícím změnám:

- zahraniční poptávka po českém vývozu rostla
- růstu čistého exportu (I navzdory tomu, že od druhé poloviny roku 2013 až do třetího čtvrtletí roku 2015 se čistý vývoz pohyboval v negativních hodnotách.)

3.2.5 Vývoj na trhu práce

Trh práce a jeho vývoj od počátku prvního čtvrtletí roku 2013 až do konce čtvrtého čtvrtletí roku 2017 je zanesen to tabulky a grafu níže.

Hodnoty v tabulce ve sloupcích obecné míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob v České republice jsou uvedeny v procentech (%). Dále je v tabulce vyznačeno pár buněk s hodnotami barevně. Kde ty s oranžovou vyplní znázorňují procentuální hodnoty při začátku devizových intervencí České národní banky ve čtvrtém kvartálu roku 2013, a ty se zelenou výplní znázorňují konec devizových intervencí ve druhém kvartálu roku 2017.

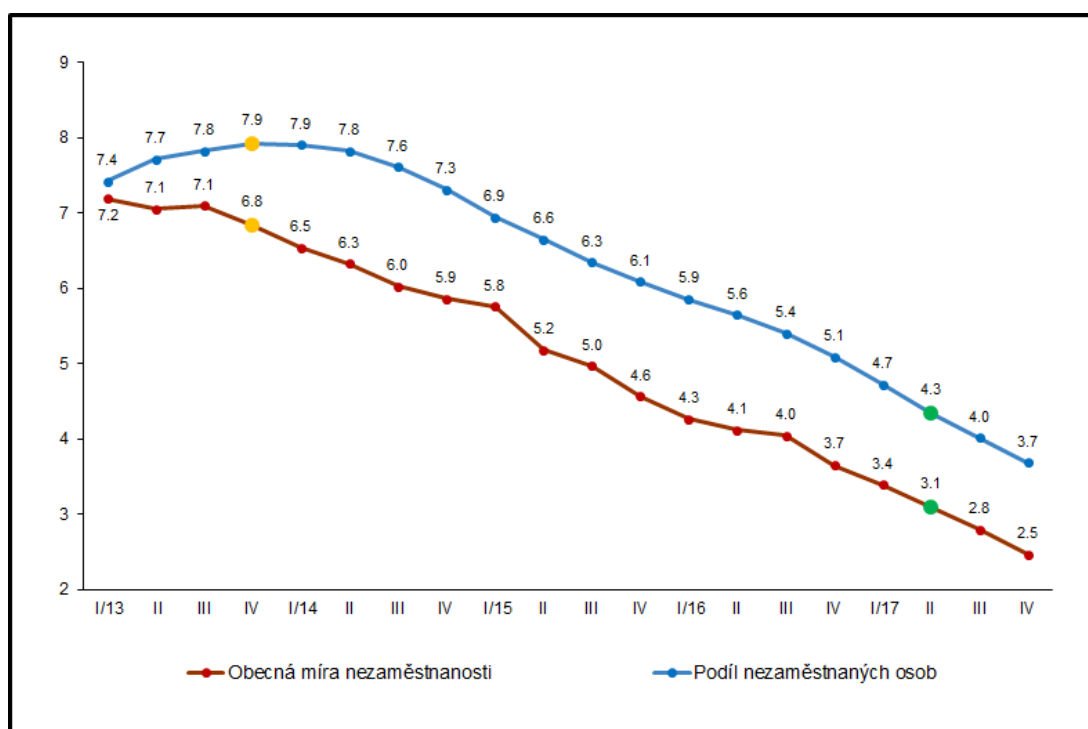
Kvartál / Rok	Obecná míra nezaměstnanosti	Podíl nezaměstnaných osob
I/13	7.2	7.4
II	7.1	7.7
III	7.1	7.8
IV	6.8	7.9
I/14	6.5	7.9
II	6.3	7.8
III	6.0	7.6
IV	5.9	7.3
I/15	5.8	6.9
II	5.2	6.6
III	5.0	6.3
IV	4.6	6.1
I/16	4.3	5.9
II	4.1	5.6
III	4.0	5.4
IV	3.7	5.1
I/17	3.4	4.7
II	3.1	4.3
III	2.8	4.0
IV	2.5	3.7

Tabulka 5 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Obecná míra nezaměstnanosti je udávána v procentech (%) a vypočítá se na základě vydělení počtu nezaměstnaných osob ke všem jednotlivým osobám (zaměstnaným i nezaměstnaným) v dané zemi. Podíl nezaměstnaných osob je také udáván v procentech (%), a ten pro změnu počítáme vydělením počtem nezaměstnaných osob ve věku 15 až 64 let k počtu osob v populaci s věkem mezi 15 až 64 lety. V obou případech po vydělení stačí výsledek vynásobit stem a dostaneme finální hodnotu v procentech.

Z této tabulky výše byl vytvořen graf. Tento graf vyobrazuje vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob.



Graf 7 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2013-2017

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Horizontální osa prezentuje reálnou hodnotu od začátku roku 2013 do konce roku 2017. Vertikální osa zobrazuje procentuální změnu obecné míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob. V grafu najdeme také dvě spojnice. Ta vrchní spojnice v modré barvě spojuje kvartální hodnoty ukazatele podílu nezaměstnaných osob, a ta spodní spojnice ve vínově červeně barvě spojuje hodnoty v daných kvartálech

ukazatele obecné míry nezaměstnanosti. Stejně tak jako v tabulce, začátek devizových intervencí je obarven oranžově a konec devizových intervencí zeleně, s tím rozdílem, že v grafu jsou tyto barevné body v podobě zvětšených kruhových bodů na obou spojnicích hodnot ukazatelů trhu práce.

Situace na tuzemském trhu práce byla ovlivněna snížením ekonomické aktivity v prvním čtvrtletí 2013. Vzhledem k tomu se obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob zvýšil. Jak ale můžeme vidět po zavedení devizových intervencí Českou národní bankou, oba zmíněné ukazatele trhu práce se hnuly klesající tendencí k nižším a nižším hodnotám. Z tabulky i grafu můžeme vidět, že při začátku devizových intervencí byla hodnota podílu nezaměstnaných osob 7,9% , a obecná míra nezaměstnanosti 6,8%, kdežto na konci devizových intervencí v druhém čtvrtletí roku 2017 byly tyto hodnoty podstatně nižší a to 4,3% pro ukazatel podílu nezaměstnaných osob a 3,1% pro ukazatel obecné míry nezaměstnanosti.

Vývoj na trhu práce dával v průběhů intervencí jasně najevo, že poptávka po práci bude i nadále růst, a s tím i tak hospodářský růst v následujících letech. Například v prvním čtvrtletí 2015 a pokračovala akcelerace růstu celkové zaměstnanosti a zaměstnanců na plný úvazek a ve třetím čtvrtletí 2016 se obecná míra nezaměstnanosti nadále snižovala vysoce sestupnou tendencí.

Nezaměstnanost a její vývoj je přímo ovlivněna trendem HDP. S růstem HDP a růstem spotřeby mají společnosti vyšší zisky, a tím pádem i vyšší investice. To následně vede ke zvýšení produkce a zaměstnanosti.

Můžeme tak tvrdit, že i v případě trhu práce měly devizové intervence vůči euru nepochybně pozitivní vliv na zaměstnanost v České republice a přispěly tak k růstu tuzemské ekonomiky jako celku.

3.2.6 Zhodnocení vývoje ekonomických ukazatelů

Z hlediska makroekonomických ukazatelů, které bezesporu napřímo ovlivnily devizové intervence, můžeme po jejich analýze a vyhodnocení v průběhu let 2013-2017 pozorovat v tuzemské ekonomice následující změny:

- oslabení České koruny
- zvýšení dovozních cen
- přiblížení ke stanovenému cíli 2% míry inflace a její dosažení
- zvýšení indexu spotřebitelských cen
- růstu hrubého domácího produktu
- zvýšení spotřeby domácností a vládních výdajů
- zvýšení tvorby hrubého fixního kapitálu
- zvýšení zahraniční poptávky po domácím zboží a službách
- růstu čistého vývozu
- zvýšení zaměstnanosti (snížení nezaměstnanosti)

3.3 Situace po devizových intervencích

3.3.1 Vývoj směnného kurzu

Následující graf ukazuje vývoj směnného kurzu CZK/EUR od začátku roku 2016 do konce roku 2019. Horizontální osa představuje období let 2016 až 2019. Vertikální osa je ukazatelem hodnot směnného kurzu od 25 CZK/EUR do 27,5 CZK/EUR. Zeleným bodem je znázorněn konec devizových intervencí České národní banky dne 6.dubna roku 2017.



Graf 8 – Směnný kurz CZK/EUR 2016-2019

Zdroj: ECB, 2020 – vlastní zpracování

Zde z grafu směnného kurzu je možno vidět situaci před ukončením, a také po ukončení devizových intervencí. Vývoj kurzu během intervencí byl již analyzován v předchozí kapitole. Hodnota směnného kurzu fluktovala stabilně kolem nad hodnotou 27 CZK/EUR před ukončením devizových intervencí, po jejich ukončení kurz klesal až do konce posledního čtvrtletí roku 2017, poté se pokles zastavil a

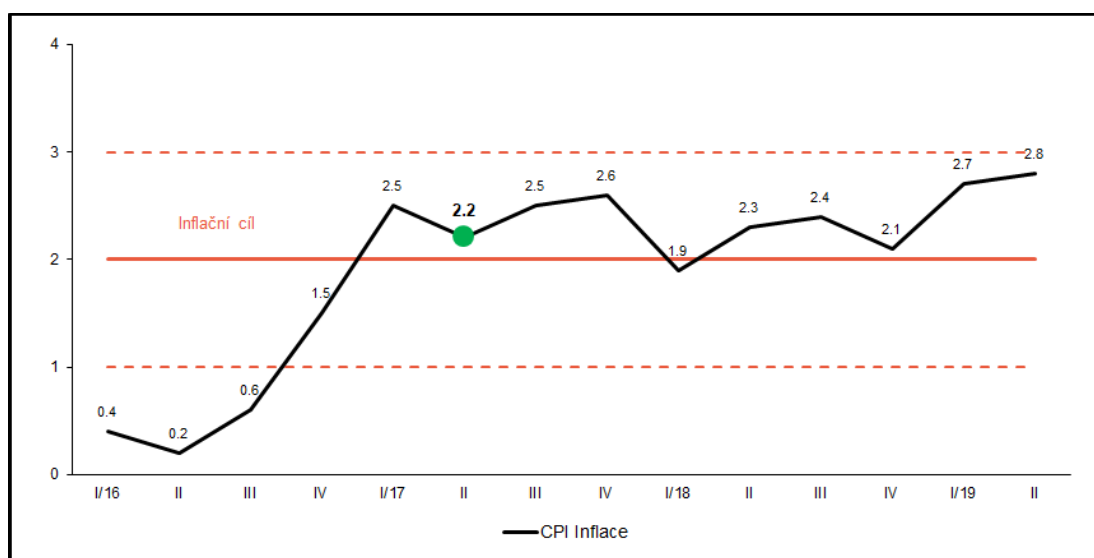
hodnota se pohybovala v rozmezí od 25,2 CZK/EUR do 26,1 CZK/EUR s pravidelnými výkyvy, které ale byly zapříčiněny situací na měnovém trhu, nejednalo se tedy o žádné velké nekorigované výkyvy měnového páru, který by Českou korunu poznamenal na další období.

Vzhledem k hodnotám směnného kurzu měnového páru CZK/EUR můžeme s jistotou konstatovat, že Česká koruna po ukončení devizových intervencí značně posílila a ke konci roku 2017 upevnila a dostala se na hodnotu 25,8 CZK/EUR, čímž se také dostala zpět na svou úroveň, na které jí Česká národní banka začala v listopadu roku 2013 uměle oslabovat.

3.3.2 Inlace

Jedním z nejlepších ukazatelů ekonomiky po ukončení devízových intervencí je inflace. Zachycení vývoje je zobrazeno v následujících grafech a situace je dále analyzována.

Graf níže zachycuje hodnoty vývoje růstu inflace na bázi indexu spotřebitelských cen (CPI Inlace) od začátku roku 2016 do druhé poloviny roku 2019.



Graf 9 – Vývoj CPI Inlace v České republice 2016-2019
Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Na vodorovné ose máme zachyceny jednotlivé čtvrtletní období od začátku roku 2016 do druhé poloviny roku 2019. Svislá osa poté zobrazuje procentuální hodnotu CPI Inlace (indexu spotřebitelských cen). Červená, plná přímka znázorňuje 2% inflační cíl stanovený Českou národní bankou. Přímky přerušované vycházející z procentuálních hodnot 1% a 3% označují toleranční pásmo míry inflace a konečná černá spojnice označuje vývoj míry CPI inflace. Zelený bod na této spojnici znázorňuje konec devízových intervencí České národní banky.

Z grafu jednoznačně vyplývá, že míra CPI inflace po ukončení devízových intervencí byla z dlouhodobého hlediska analyzovaného v tomto grafu rostoucí a pohybovala se

nad inflačním cílem stanoveným Českou národní bankou až na jeden mírný výkyv v prvním čtvrtletí roku 2018, kdy tato míra CPI inflace klesla o jednu desetinu procenta pod hodnotu stanoveného inflačního cíle na hodnotu 1,9%, v dalším čtvrtletí tuto hodnotu iflace ale ihned korigovala a vyrostla zpět nad dvou procentní hodnotu stanoveného inflačního cíle a to přesněji na hodnotu 2,3%. Ve zbylých dvou čtvrtletích tohoto roku se hodnoty míry CPI inflace pohybovala v rozmezí 2,1% až 2,4%. V posledním, námi analyzovaném půl roce , v první polovině roku 2019 dosáhla hodnota míry CPI inflace hodnoty 2,7% v prvním čtvrtletí tohoto roku a konečné hodnoty 2,8% v druhém čtvrtletí roku 2019.

Následující tabulka prezentuje hodnoty skutečného vývoje inflace po ukončení devizových intervencí České národní banky, společně s její prognózou a dále CPI inflací, hodnot regulovaných cen, cen potravin, cen pohonných hmot a jádrové inflace v kvartálních obdobích od začátku roku 2016 do poloviny roku 2019. Zeleně je v tabulce znázorněn konec devizových intervencí. Číselné hodnoty jsou uvedeny v procentuálních (%) bodech.

Kvartál / Rok	I/16	II	III	IV	I/17	II	III	IV	I/18	II	III	IV	I/19	II
Skutečnost	0.5	0.3	0.5	1.4	2.4	2.2	2.6	2.6	1.9	2.3	2.4	2.1	2.7	2.8
Prognóza	0.5	0.1	0.2	0.9	1.5	1.8	2.2	2.5	2.1	2.1	2.0	2.4	2.7	2.5
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
CPI Inlace	0.4	0.2	0.6	1.5	2.5	2.2	2.5	2.6	1.9	2.3	2.4	2.1	2.7	2.8
Regulované ceny	0.8	0.8	-0.1	-0.1	-0.2	-0.8	0.2	0.3	1.2	1.5	2.5	1.8	2.8	4.6
Ceny potravin	-0.1	0.0	0.6	3.1	2.8	2.0	3.8	4.0	3.8	2.2	0.9	0.3	0.7	1.6
Ceny PH	-11.0	-13.9	-10.7	4.3	11.6	12.8	2.1	1.4	-1.1	-0.4	12.5	6.1	1.7	4.7
Jádrová inflace	1.2	1.1	1.0	1.6	2.0	2.4	2.7	2.1	1.7	1.8	2.5	2.6	3.0	2.6

Tabulka 6 – Hodnoty inflace po devizových intervencích 2016-2019

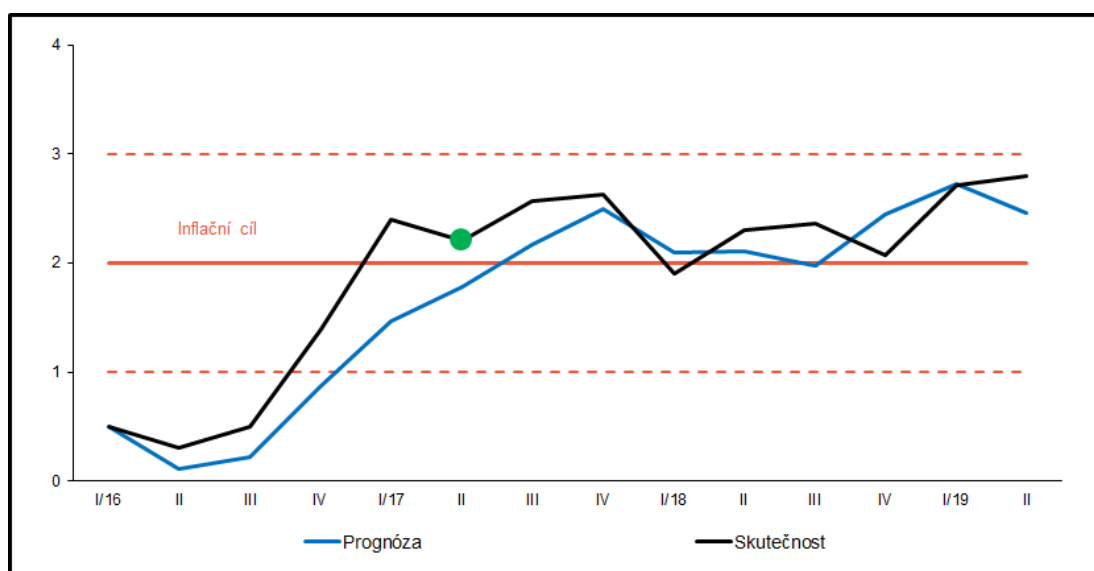
Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Tabulka výše znázorňuje hodnoty jednotlivých složek CPI (indexu spotřebitelských cen) a jejich kvartální příspěvek k míře skutečné inflace v České republice. Z hlediska složky regulovaných cen patří například elektřina, zemní plyn, nebo také léky a další., to znamená zboží (komodity), u kterých vláda reguluje jejich ceny. Do skupiny hodnot cen potravin a pohonných paliv je to zřejmé bez nutnosti dalšího vysvětlení. Poslední položkou v tabulce je jádrová inflace (dříve nazývána korigovaná inflace bez pohonných hmot). Tato jádrová inflace je stanovována jako nárůst cenové hladiny, ale bez příspěvku regulovaných cen, bez příspěvku cen potravin, bez příspěvku cen pohonných hmot, a také bez příspěvku nepřímých daní. Jádrová inflace se odrazuje dále ve vývoji trendu HDP a vliv na tuto inflaci mají především investice a úroveň spotřeby.

Inflace po ukončení devizových intervencí rostla z 2,2% v druhém čtvrtletí roku 2017 na hodnotu 2,6% v třetím čtvrtletí a tuto hodnotu si růst inflace udržel i v posledním čtvrtletí tohoto roku. Tento umírněný růst/stagnace byla zapříčiněna cenami služeb a energií. Zároveň ale tažena v třetím čtvrtletí s hodnotou cen potravin 3,8% a 2,7% jádrové inflace a ve čtvrtém čtvrtletí hodnotami 4,0% pro složku cen potravin a 2,1% pro složku jádrové inflace. V roce 2018 na začátku i konci roku se inflace snížila, ale v mezidobí rostla. Přesněji vykazovala hodnoty 1,9% v prvním čtvrtletí, což byl pokles o sedm desetin procenta oproti konci předešlého roku. Dále rostla na 2,3% v druhém čtvrtletí a poté se ještě zvýšila na 2,4%. Jak již bylo uvedeno, ke konci roku inflace klesla, a to na hodnotu 2,1%. Jednotlivé složky se nějak zásadně nepodílely, šly tak společně ruku v ruce v rámci přijatelných hodnot. V první polovině roku 2019 byl vývoj inflace velice přívětivý, kdy se trend tohoto vývoje dostal na hodnotu 2,7% v prvním čtvrtletí. Tento růst byl tažen regulovanými cenami s hodnotou 2,8% a jádrovou inflací s hodnotou celých 3%. Ve druhém čtvrtletí narostla míra inflace ještě o jednu desetinu procenta na hodnotu 2,8%, a tento vývoj byl tažen především hodnotou 4,6% složky regulovaných cen a hodnotou ve výši 4,7% složky pohonných hmot. Nicméně, ostatní složky taktéž přispěly v nemalé míře. Druhé čtvrtletí roku 2019, poslední zkoumané období tabulky, tak bylo zdárné období pro všechny jednotlivé složky.

V návaznosti na analýzu trendu vývoje míry inflace od roku 2016 do konce první poloviny roku 2019 lze shrnout, že z hlediska ekonomiky došlo sice k poklesu hrubého domácího produktu, ale jsou zde i pozitiva například v podobě snížení dovozních cen. V důsledku ukončení devizových intervencí České národní banky, tak ekonomika nestrádala a dokázala se velice dobře stabilizovat a i nadále růst.

Níže zobrazený graf nám nakonec prezentuje skutečnou (reálnou) míru inflace v porovnání s prognózou (předpovědí) míry inflace, která byla publikována Českou národní bankou po ukončení devizových intervencí na měnovém trhu.



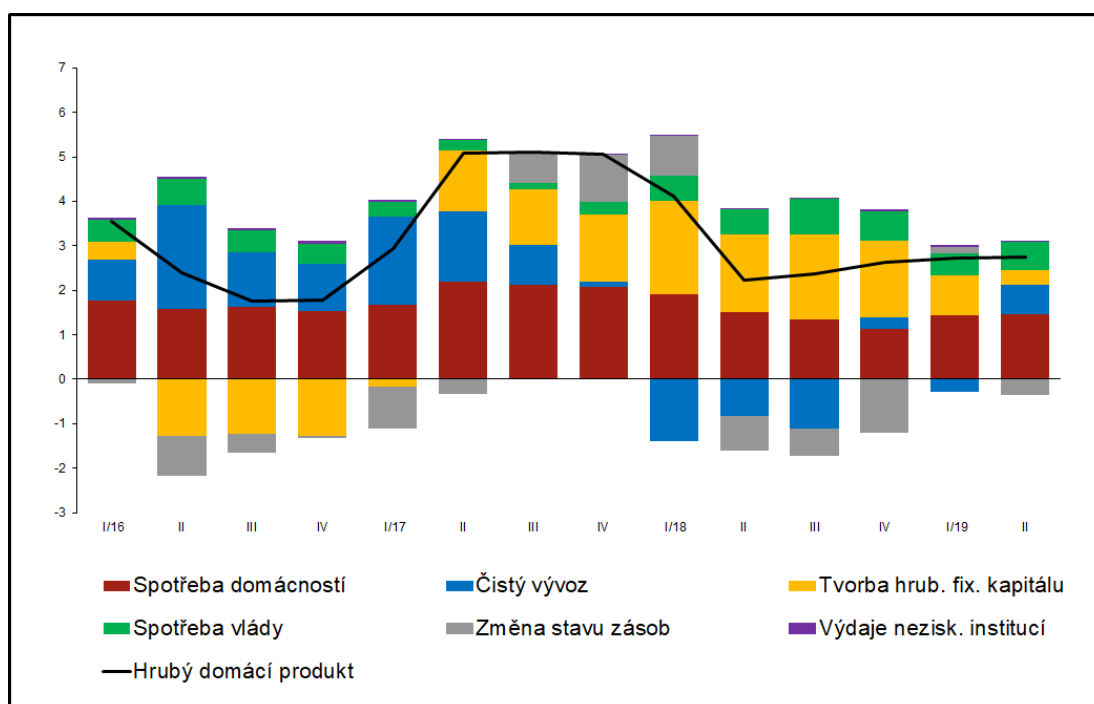
Graf 10 – Skutečná inflace ve srovnání s prognózou ČNB 2016-2019
Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Na vodorovné ose je uvedeno časové období po jednotlivých kvartálních obdobích od začátku roku 2016 do konce první poloviny roku 2019. Na svislé ose je poté v procentuální hodnotě vyjádřena míra inflace pro skutečnou inflaci i její prognózu. Přímka inflačního cíle v podobě červené, plné přímky ve výši 2% zobrazuje stanovený inflační cíl České národní banky, stejně tak jako dvě přerušované přímky, které jsou hraničním tolerančním pásmem inflace v rozmezí 1% až 3%. Černá křivka vyjadřuje skutečný vývoj míry inflace a modrá křivka předpovídaný vývoj. Na křivce skutečné (reálné) inflace je k nalezení zelený bod, znázorňující konec devizových intervencí v druhém čtvrtletí roku 2017.

Po srovnání hodnot, a také pohledu na tyto dvě křivky (skutečné inflace a její předpovědi) můžeme konstatovat, že Česká národní banka po ukončení devizových intervencí, stejně tak jako v období během devizových intervencí, dokázala míru inflace budoucích období velice dobře odhadnout, a to s vysokou úspěšností predikce. Tyto křivky totiž z hlediska jejich vývoje v prezentovaném období mají víceméně stejný průběh, možno říct, že se navzájem skoro kopírují.

3.3.3 HDP

Následující graf nám zachycuje vývoj a strukturu meziročního růstu HDP od začátku roku 2016 do poloviny roku 2019. Toto časové období bylo použito z důvodu, abychom mohli pozorovat situaci jak před ukončením devizových intervencí Českou národní bankou, tak hlavně i po jejich ukončení.



Graf 11 – Vývoj meziročního růstu HDP 2016-2019

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Horizontální osa zobrazuje časové období od začátku roku 2016 do poloviny roku 2019. Dílčí sloupce grafu znázorňují hodnoty od -3 do 7 a jsou ukazatelem kvartálního vývoje HDP v procentech (%) na vertikální ose. Černá křivka představuje podstatu tohoto grafu, a tou je vývojový trend meziročního růstu hrubého domácího produktu. Graf byl vypracován s pomocí dat z následující tabulky a obsahuje veškeré hodnoty pro jednotlivé kvartální období a složky hrubého domácího produktu.

Kvartál / Rok	Spotřeba domácností	Čistý vývoz	Tvorba hrub. fix. kapitálu	Spotřeba vlády	Změna stavu zásob	Výdaje nezisk. institucí	Hrubý domácí produkt
I/16	1.8	0.9	0.4	0.5	-0.1	0.0	3.5
II	1.6	2.3	-1.3	0.6	-0.9	0.0	2.4
III	1.6	1.2	-1.2	0.5	-0.4	0.1	1.7
IV	1.5	1.1	-1.3	0.5	0.0	0.1	1.8
I/17	1.7	2.0	-0.2	0.3	-0.9	0.0	2.9
II	2.2	1.6	1.4	0.2	-0.3	0.0	5.1
III	2.1	0.9	1.2	0.1	0.7	0.0	5.1
IV	2.1	0.1	1.5	0.3	1.1	0.0	5.1
I/18	1.9	-1.4	2.1	0.6	0.9	0.0	4.1
II	1.5	-0.8	1.7	0.6	-0.8	0.0	2.2
III	1.4	-1.1	1.9	0.8	-0.6	0.0	2.4
IV	1.1	0.3	1.7	0.7	-1.2	0.0	2.6
I/19	1.4	-0.3	0.9	0.5	0.1	0.0	2.7
II	1.5	0.6	0.3	0.6	-0.4	0.0	2.8

Tabulka 7 – Kvartální hodnoty pro HDP 2016-2019

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Ve druhém kvartálním období roku 2017 růst HDP vyrostl rapidním tempem až na 5,1 %, a to i přes ukončení devizových intervencí Českou národní bankou. K tomuto růstu přispěly kladně skoro všechny složky, včetně čistého vývozu. Ve třetím kvartálním období 2017 zůstal růst hrubého domácího produktu na stejné hodnotě 5,1%, v tomto období již všechny jednotlivé složky kladně ovlivnily tuto hodnotu k setrvání. Především v důsledku stále vysokého příspěvků investic a objemného čistého vývozu. Tento trend růstu HDP je ale i nadále tažen zejména soukromou domácí poptávkou, které napomáhá volnější měnová politika na trhu, faktorem k příznivému vývoji byl i trh práce se zlepšujícím se situací. Také spotřeba vlády přispěla k růstu pozitivně. V posledním čtvrtém kvartálním období roku 2017 tempo růstu hrubého domácího produktu dále zůstalo beze změny na 5,1%. I navzdory ještě lepšímu kurzu eura a rostoucí globální ekonomice, příspěvek čistého vývozu nepředstihl spotřebu domácností. Domácí poptávka zůstala dále na vysoké úrovni, snížil se však již zmíněný příspěvek čistého vývozu. Vedle stále silnějšího eura přispěly ke zpomalení tempa růstu i jednorázové faktory, jako jsou výkyvy počasí, pracovní stávky a chřipková epidemie. Na začátku roku 2018 v prvním kvartálním období růst HDP zpomalil a klesl o jeden procentuální bod na hodnotu 4,1 %. Hospodářský růst byl tažen i nadále domácí poptávkou, i když se sníženým příspěvkem spotřeby domácností. Zmírnil se také příspěvek čistého vývozu vlivem zpomalení vývojové tendence vývozu zboží a služeb, který se tak přesunul do záporných hodnot. V druhém

kvartálním a třetím kvartálním období roku 2018 hrubý domácí produkt a jeho trend opět zpomalil. Zvolnil tedy, ale i nadále byl tažen kladným, i když poněkud sníženým příspěvkem domácí poptávky. Příspěvek čistého vývozu zůstal i nadále v záporných hodnotách. Jako poslední dvě období v grafu a tabulce se nachází první a druhé kvartální období roku 2019, kde růst HDP zůstal i nadále utlumen. Navzdory faktu, že byl stále tažen všemi jednotlivými složkami a v druhém čtvrtletí se dokonce opět vyhoupl ze záporných čísel do kladných hodnot i čistý vývoz, který s výjimkou posledního kvartálu roku 2018 a druhého kvartálu roku 2019 byl od začátku roku 2018 v hodnotách záporných, a to dokonce i po předešlých osmi kvartálních obdobích v plusu v roce 2016 i 2017, kdy byl velice významnou složkou HDP, jelikož složka čistého vývozu silně pomohla tuzemské ekonomice k růstu inflace nad stanovenou 2% hranici inflačního cíle České národní banky.

Shrneme-li situaci po ukončení devizových intervencí České národní banky, HDP vyrostlo až na hodnotu 5,1%, kterou si drželo v druhém, třetím i posledním čtvrtletí roku 2017, nicméně poté růst zpomalil o jeden procentuální bod na 4,1% v prvním kvartálním období roku 2018 a dále trend strmě klesal, dokud se nezastavil na hodnotě 2,2% v druhém kvartále tohoto roku, poté se ale růst HDP snažil korigovat přes 2,4% v třetím kvartálním období, 2,6% v posledním kvartálním období roku 2018 a 2,7% v prvním kvartále následujícího roku, kde se nakonec ustálil s hodnotou 2,8% v druhém kvartálním období, posledním námi zkoumaném čtvrtletí roku 2019.

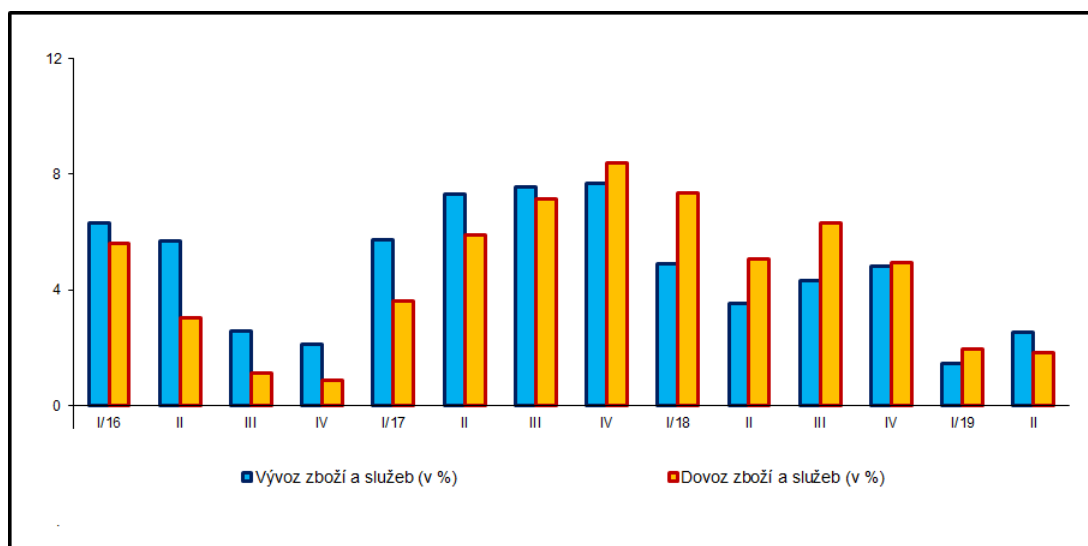
Trend růstu HDP od ukončení devizových intervencí v dubnu 2017 do druhé poloviny roku 2019 vykazuje následující ekonomické změny:

- snížení čistého vývozu
- zvýšení tvorby hrubého fix. kapitálu
- spotřeba domácností a vlády zůstala udržena

3.3.4 Zahraniční obchod (export a import)

Zahraniční obchod je důležitým ukazatelem ekonomiky a byl jednoznačně ovlivněn devizovými intervencemi České národní banky na měnovém trhu, nepochybně tak byl ovlivněn i ukončením těchto intervencí.

Graf níže zobrazuje roční procentuální růst vývozu (exportu) a dovozu (importu) zboží a služeb od prvního kvartálního období roku 2016 do druhého kvartálního období roku 2019,

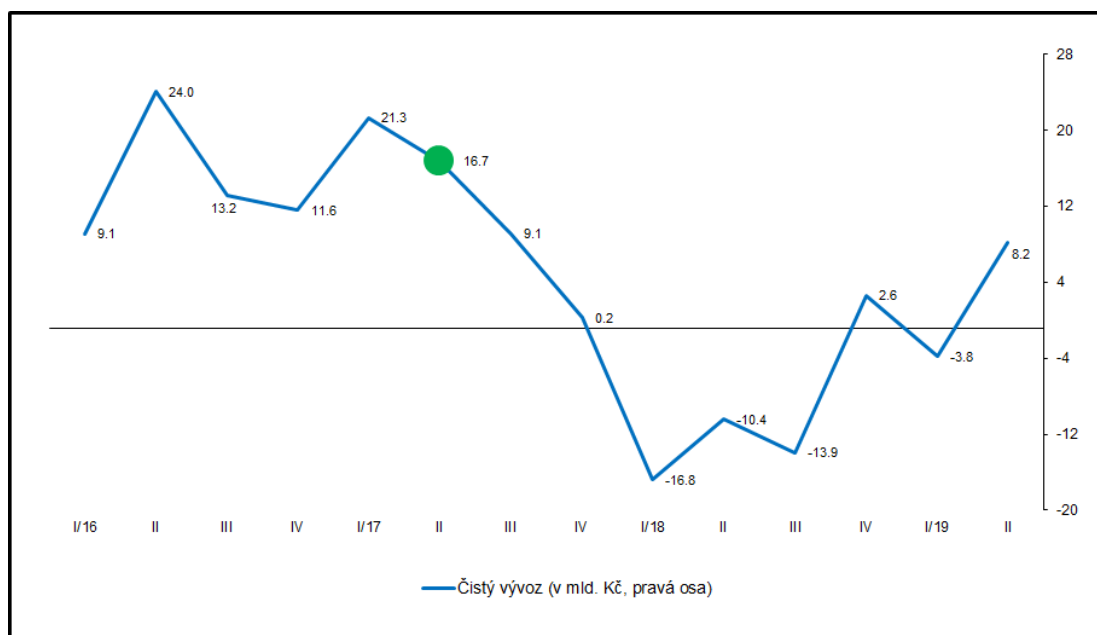


Graf 12 – Růst vývozu a dovozu 2016-2019

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Vodorovná osa představuje kvartální období od začátku roku 2016 do poloviny roku 2019. Svislá, levá osa slouží jako ukazatel výše procentuální změny vývozu (exportu) a dovozu (importu) zboží a služeb. Světlé modré sloupečky s tmavě modrými rámečky znázorňují vývoz zboží a služeb, kdežto oranžově sloupečky s červenými rámečky znázorňují dovoz zboží a služeb.

Druhy uvedený graf v pořadí zobrazuje zahraniční obchod z pohledu růstu čistého vývozu (exportu), jelikož čistý export je jedním z klíčových složek v konečném výsledku růstu hrubého domácího produktu. Čistý vývoz se vypočítá na základě rozdílu mezi vývozem a dovozem.



Graf 13 – Čistý export 2016-2019

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Na vodorovné ose je prezentováno časové období opět od začátku roku 2016 až do poloviny roku 2019, tudíž od prvního kvartálního období roku 2016 až do druhého kvartálního období roku 2019. Svislá, pravá osa poté znázorňuje příspěvek čistého vývozu (exportu) k růstu HDP v hodnotách miliard Korun českých. Výsledná hodnota čistého vývozu (exportu) je vyobrazena v podobě modré křivky. Zelený bod na křivce čistého vývozu označuje konec devízových intervencí.

Z dvou výše uvedených grafů je patrné, že v druhém a třetím čtvrtletí roku 2017 růst čistého vývozu (exportu) mírně klesl, přičemž vývojová tendence a dynamika dovozu doháněla tempo růstu vývozu. V mezičase, kdy exportní tempo zpomalovalo, import se zvyšoval. Navzdory rostoucímu tempu zahraniční ekonomiky stejně došlo k zpomalení meziročního růstu vývozu.

V posledním čtvrtém čtvrtletí roku 2017 a prvním čtvrtletí roku 2018 objem dovozu poprvé po dvou letech překonal objem vývozu. Vývoz z fáze stagnace začal po třetinách klesat, vzhledem k tomu dovoz i nadále převyšoval vývoz, přesněji v druhém, třetím i čtvrtém kvartálním období roku 2018. Tento pokles vývozu (exportu) byl dán především nižší poptávkou v automobilovém průmyslu, zároveň přišla rostoucí poptávka po dovozu, která díky tomu vedla i k dynamice růstu importu.

Čistý vývoz vzhledem k situaci meziročně poklesl. Celkový obrat zahraničního obchodu také poklesl. Důsledkem byla nižší a nižší poptávka ze zahraničí. To se odrazilo především v menším exportu automobilů. Jedním z vlivů tohoto rádobý nepříznivého vývoje zahraničního obchodu bylo i posílení kurzu koruny na měnovém trhu. Tím vývoz také zpomalil, ale zároveň s tímto zpomalením přišla naštěstí silnější poptávka na tuzemském trhu.

Z pohledu čistého vývozu přišel zvrát, ve čtvrtém posledním kvartálním období roku 2018 záporný příspěvek téměř odezněl. Bezpochyby díky zvýšenému vývozu, který se začal přibližovat dovozu. I přesto ale čistý vývoz balancoval nahoru a dolů.

V posledním období, které je prezentováno v analyzovaných dvou grafech, se bilance konečně obrátila. Vývoz zboží a služeb nakonec znovu převyšoval dovoz a to poprvé po šesti kvartálních obdobích. To se samozřejmě ihned propsalo i do čistého vývozu, který taktéž v druhém kvartálním období roku 2019 narostl na konečnou hodnotu 8.2 miliard Kč. Toto zlepšení se dostavilo ve výsledků kombinace dvou důvodů, jedním z nich bylo, že došlo ke zvýšení vývozu, který byl tažen především poptávkou v automobilovém a elektrotechnickém průmyslu a tím druhým důvodem bylo snížení dovozu.

3.3.5 Vývoj na trhu práce

Situace po ukončení devizových intervencí se promítla také do vývoje na trhu práce. Samozřejmě ne do takové míry, jakou do jiných ukazatelů analyzovaných v této práci, ale přece jen do jisté míry ano. Vývoj na trhu práce v období od prvního čtvrtletí roku 2016 do druhého čtvrtletí roku 2019 je zanesen do tabulky a grafu prezentovaných níže.

Hodnoty v tabulce ve sloupcích s názvy obecná míra nezaměstnanosti a podíl nezaměstnaných osob jsou uvedeny v procentech (%). Dále nalezneme v tabulce dvě buňky vyznačeny zeleně, ty znázorňují procentuální hodnotu z daného čtvrtletního období, ukončení devizových intervencí České národní banky z dubna roku 2017.

Kvartál / Rok	Obecná míra nezaměstnanosti	Podíl nezaměstnaných osob
I/16	4.3	5.9
II	4.1	5.7
III	4.0	5.4
IV	3.7	5.1
I/17	3.4	4.7
II	3.1	4.4
III	2.8	4.0
IV	2.5	3.7
I/18	2.4	3.4
II	2.3	3.2
III	2.4	3.1
IV	2.1	2.9
I/19	2.0	2.9
II	2.0	2.8

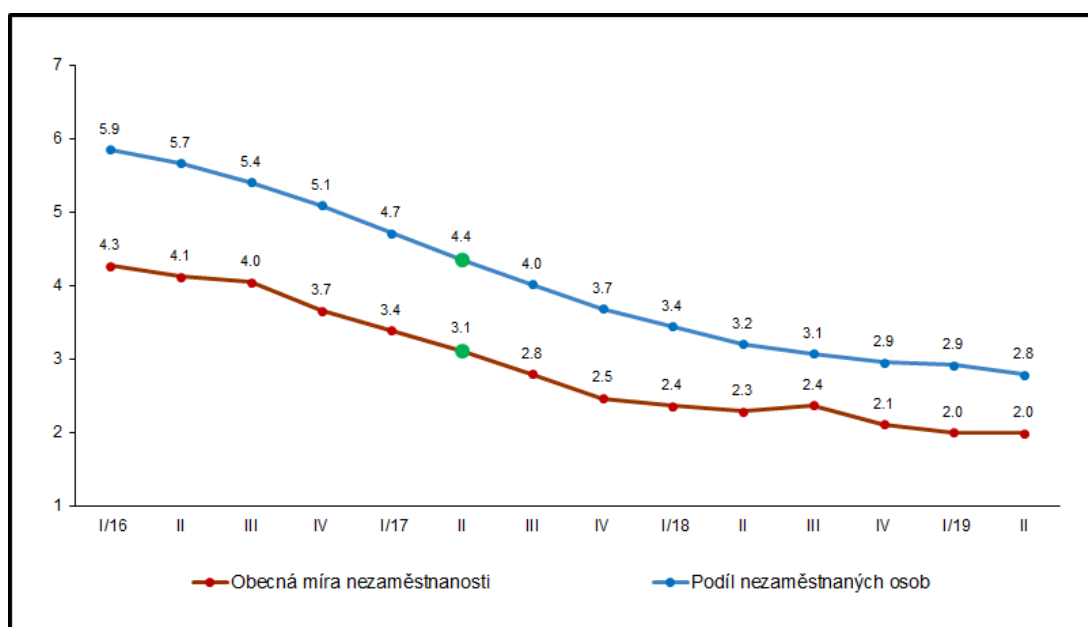
Tabulka 8 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2016-2019

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Jak již bylo dříve uvedeno, obecná míra nezaměstnanosti se udává v procentech (%) a vypočítává se vydělením počtu nezaměstnaných osob ke všem jednotlivým osobám, ať už zaměstnaným či nezaměstnaným v dané oblasti/zemi, pro kterou tuto obecnou míru nezaměstnanosti chceme výpočtem získat.

Podíl nezaměstnaných osob je stejně tak udáván v procentech (%) a vypočítáme ho na základě vydělení počtu nezaměstnaných osob ve věku 15 až 64 let k počtu osob v populaci s věkem mezi 15 až 64 lety. K tomu, abychom dostali konečné výsledky těchto dvou ukazatelů v procentuálních hodnotách, nám stačí tyto výsledky vynásobit stem.

Na základě dat z tabulky výše, byl vytvořen graf, který zobrazuje vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob v časovém období od začátku roku 2016 do druhé poloviny roku 2019.



Graf 14 – Vývoj obecné míry nezaměstnanosti a podílu nez. osob 2016-2019

Zdroj: ČNB, 2019 – vlastní zpracování

Vodorovná osa prezentuje čas, přesněji kvartální období. Svislá osa zobrazuje procentuální změnu obecné míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob. V grafu najdeme také dvě spojnice. Ta vrchní spojnice v modré barvě spojuje kvartální hodnoty ukazatele podílu nezaměstnaných osob, a ta spodní spojnice ve vínově červené barvě spojuje hodnoty v daných kvartálech ukazatele obecné míry nezaměstnanosti. Stejně tak jako v tabulce výše, konec devizových intervencí je označen zelenou barvou, s tím rozdílem, že v grafu jsou tyto barevné body v podobě zvětšených kruhových bodů na obou spojnicích hodnot ukazatelů trhu práce.

Vývoj na trhu práce byl i po ukončení devizových intervencí ve skvělém tempu. Obecná míra nezaměstnanosti, stejně tak jako podíl nezaměstnaných osob v druhém i třetím kvartálním období roku 2017 i nadále klesaly. Bylo to způsobeno pokračujícím ekonomickým růstem, ten se totiž promítnul do výrazně vyšší zaměstnanosti, a ten tak míru nezaměstnanosti tlačil směrem dolů. Podniky v České republice měly čím dál větší problém své pracovní místa obsadit, jelikož zkrátka není dostatek lidí, kteří by dané profese mohly vykonávat, a tím se zvyšoval tlak na růst mezd. Tím to ale nekončilo, rychle rostoucí tempo ekonomiky dále tlačilo na zvyšování zaměstnanosti, a tím vzniká i větší napětí na trhu práce. Zaměstnanost se zvyšovala převážně v profesních, technických a vědeckých činnostech.

V roce 2018 míra nezaměstnanosti i nadále klesala a stále tak byla na nejnižší hodnotě v celé eurozóně, udržela si toto prvenství i přes menší výkyv v třetím čtvrtletí tohoto roku, kdy se zvýšila o jednu desetinu procentuálního bodu na 2,4%. Záhy ale opět rychle klesla a snížila se až na hodnotu 2,1% v posledním čtvrtletí roku 2018. Hodnoty se tak posunuly několikrát směrem dolů, dá se říct skoro s každým kvartálním období, a vždy tyto hodnoty postupně dosahovaly historického minima obecné míry nezaměstnanosti. Za tímto vývojem stál převážně stále se snižující počet dlouhodobě nezaměstnaných osob.

V prvním čtvrtletí roku 2019 již obecná míra nezaměstnanosti klesala jen mírně o jednu desetinu procenta na úroveň 2,0%. Znovu tak atakovala a přepisovala své historické minimum. Podíl nezaměstnaných osob v porovnání s posledním čtvrtletním rokem 2018 zůstal beze změny na hodnotě 2,9%. V posledním prezentovaném období tabulky i grafu druhém čtvrtletním období roku 2019 setrvala obecná míra nezaměstnanosti na svém historickém minimu, a to 2,0%. Podíl nezaměstnaných osob v tomto období se dále snížil a uzavřel zkoumané období s hodnotou 2,8%.

K těmto meziročním snížením docházelo tedy především díky solidnímu neutichajícímu ekonomickému růstu, který dovedl vývoj pracovního trhu na svá historická minima obou svých ukazatelů, obecné míry nezaměstnanosti a podílu nezaměstnaných osob. Přetrvávající shánku po pracovních místech prezentoval

vysoké množství neobsazených pracovních míst. Nejvíce pracovních pozic, dle statistik Úřadu práce bylo evidováno ve zpracovatelském průmyslu. Silná poptávka ale panovala i v oboru stavebním, administrativní a podpůrné činnosti. Necelé dvě třetiny těchto pracovních míst byly určeny zaměstnancům se základním vzděláním a desetina poté pro zaměstnance se středoškolským vzděláním zakončeným výučním listem. Nejen tedy, že obecná míra nezaměstnanosti i podíl nezaměstnaných osob se nacházely dlouhodobě na svých minimech, ale i počet registrovaných uchazečů na dané pozice se nacházel na pomezí historicky nejnižších hodnot. V takových podmínkách proto setrval tlak na zaměstnavatele v podobě zvyšování mezd. Mzdy tedy rostly, a to mělo dopad na jádrovou inflaci (korigovanou inflaci bez složky pohonných hmot), která se pohybovala v rozmezí dvou a půl až tří procent v druhé polovině roku 2018 i první polovině roku 2019.

Shrneme-li situaci, je zřejmé, že po ukončení devizových intervencí České národní banky, se těšil vývoj trhu práce v České republice skvělé kondici, díky které klesl až na svá historická minima, v kterých i nadále přetrvával.

3.3.6 Zhodnocení vývoje ekonomických ukazatelů

Vzhledem k analýze makroekonomických ukazatelů a jejich následném vyhodnocení, můžeme konstatovat, že po ukončení devizových intervencí Českou národní bankou v letech 2017-2019 byla situace na tuzemském trhu následující:

- posílení České koruny a navrácení na svou původní úroveň před zahájením devizových intervencí
- snížení dovozních cen
- dosažení stanoveného cíle míry inflace v podobě 2%, a její udržení nad touto hranicí v tolerančním pásmu
- zvýšení indexu spotřebitelských cen
- snížení dynamiky růstu HDP
- udržení spotřeby domácnosti a vlády
- zvýšení tvorby hrubého fixního kapitálu
- snížení zahraniční poptávky po domácím zboží a službách poklesu čistého vývozu
- zvýšení zaměstnanosti (snížení nezaměstnanosti na svá historická minima)

4 Závěr

Hlavním a nejdůležitějším cílem této diplomové práce bylo zavedení opatření na tehdejší situaci ohledně vývoje tuzemské ekonomiky, které se rozhodla učinit Česká národní banka na devizovém trhu v podobě kurzových intervencí za účelem růstu inflace na požadovanou hranici, hranici stanoveného inflačního cíle v podobě dvou procent. Devizové intervence měly také nepochybně dopad na tuzemskou ekonomiku, a její klíčové makroekonomické ukazatele, které byly tímto zásahem po řadu let ovlivněny.

Teoretická část představila centrální bankovníctví obecně, dále přiblížila Českou národní banku, informace o jejím vzniku, vedení, postavení v České republice, společně s jejími hlavními úkoly a faktem, že centrální banka by měla být autonomním celkem. Jedním z těchto hlavních úkolů je zajištění cenové stability tuzemské ekonomiky, a další důležitou rolí je dosažení pozitivního a udržitelného hospodářského vývoje. Toto je ale uskutečňováno jen za předpokladu, že není ovlivněn hlavní cíl monetární politiky. Dále byla vysvětlena monetární politika, její režimy a nástroje používané centrálními bankami. Centrální banka České republiky již více než dvacet let zastává použití režimu měnové politiky v podobě cílování inflace, daný režim má za ukazatel ekonomického vývoje míru inflace, a v rámci tohoto režimu ovlivňuje ČNB inflaci skrze změny v krátkodobých nominálních úrokových sazbách. Vzhledem k tomu publikuje centrální banka kvartální Zprávy o inflaci v ČR, zveřejňuje i své inflační očekávání, jelikož režim cílování inflace jakožto nástroj měnové politiky se projeví až s určitým odstupem času. Sekce nástrojů měnové politiky prezentovala také transmisní mechanismy, kde jeden z těchto mechanismů, přesněji mechanismus směnných kurzů, je právě s kurzovými intervencemi úzce spojen.

Následovná, praktická část byla nejdůležitější částí práce, která zobrazovala časovou osu devizových intervencí a peněžní objem vynaložený Českou národní bankou k udržení směnného kurzu nad hranicí 27 CZK/EUR. Poukázala také na důvody k zásahu skrze měnový trh, výhody či nevýhody intervencí i jejich kritiku.

Hlavním důvodem k intervencím byl strach z deflace. Vývoj tuzemské ekonomiky již delší dobu nevykazoval pozitivní hodnoty, hodnota inflace vzhledem k deflačním tlakům měla klesající tendenci, zahraničnímu obchodu se také nevedlo obzvlášť dobře, trh práce zaznamenával nárůst obecné míry nezaměstnanosti, a směnný kurz fluktoval okolo hodnoty 25 CZK/EUR. Stanovení úrokových sazeb, jakožto tradiční nástroj měnové politiky selhal, jelikož již tyto sazby dosáhly úrovně technické nuly a nebylo tak možné je nadále použít. V návaznosti na výše zmíněné příčiny, byla Česká národní banka donucena k použití netradičního nástroje v podobě kurzových intervencí na devizovém trhu. Tímto krokem začalo období devizových intervencí, které trvalo celých 41 měsíců, přesněji ode dne 7. listopadu roku 2013 až do 6. dubna roku 2017.

Časové intervaly, situace po jejich začátku až do momentu jejich ukončení i situace po tomto ukončení, byla monitorována v podobě směnného kurzu a hlavních makroekonomických ukazatelů ekonomiky: inflace, hrubého domácího produktu, zahraničního obchodu a trhu práce. Tento průběh během i po těchto intervencích byl následně analyzován a vyhodnocen z hlediska výše zmíněných ukazatelů, a také prezentován několika tabulkami a grafy.

Díky výstupům z daného zkoumání lze konstatovat, že po začátku, v průběhu intervencí, měl krok České národní banky dopad zejména na oslabení České koruny, zvýšení dovozních cen, přiblížení ke stanovenému cíli 2% míry inflace a její dosažení, zvýšení indexu spotřebitelských cen, růstu hrubého domácího produktu, zvýšení spotřeby domácností a vládních výdajů, zvýšení tvorby hrubého fixního kapitálu, zvýšení zahraniční poptávky po domácím zboží a službách, k růstu čistého vývozu, zvýšení zaměstnanosti.

V časovém období po ukončení měl tento zásah dopad především na posílení České koruny a navrácení hodnoty kurzu na svou původní úroveň před zahájením devizových intervencí, snížení dovozních cen, dosažení stanoveného cíle míry inflace v podobě 2%, a její udržení nad touto hranicí v tolerančním pásmu, zvýšení indexu

spotřebitelských cen, snížení dynamiky růstu HDP, udržení spotřeby domácnosti a vlády, zvýšení tvorby hrubého fixního kapitálu, snížení zahraniční poptávky po domácím zbožím a službách, k poklesu čistého vývozu, snížení nezaměstnanosti na svá historická minima.

V konečném důsledku lze říct, že devizové intervence provedeny Českou národní bankou měly bezpochyby pozitivní vliv na tuzemskou ekonomiku v průběhu i po jejich ukončení a dosáhly úspěšně svých stanovených cílů. Rozhodnutí intervenovat bylo tedy adekvátním krokem zvoleným bankovní radou České národní banky.

5 Seznam použitých zdrojů

5.1 Literatura

- [1] **AUBOIN, M. - RUTA, M.** The relationship between exchange rates and international trade: A literature review, *World Trade Review*, 2013
- [2] **HAYEK, F. A.** Profits, Interests, and Investment and Other Essays on the Theory of Industrial Fluctuations. New York: Augustus M. Kelley Publishers, 1969, ISBN 978-06-780-6501-3
- [3] **HOLMAN, R.** Makroekonomie: středně pokročilý kurz. 2. vyd. Praha: C.H. Beck, 2010, ISBN 978-80-7179-861-3
- [4] **JÍLEK, J.** Finance v globální ekonomice. II, Měnová a kurzová politika. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2013, ISBN 978-80-247-4516-9
- [5] **KLAUS, V.** *Byla deflace opravdu hrozbou?*. Praha: Institut Václava Klause, 2014. ISBN 978-80-87806-04-3
- [6] **LÍZAL, L. a SCHWARZ, J.** *Foreign exchange interventions as an (un)conventional monetary policy tool*, BIS Papers, 2013, No. 73
- [7] **REINERT, K. and col.** The Princeton encyclopedia of the world economy. Princeton, Princeton University Press, 2009, ISBN 0-691-12812-X
- [8] **REVENDA, Z.** *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011, ISBN 978-80-7261-230-7
- [9] **TAYLOR, P.M a SARNO, L.** *The economics of exchange rates*. Cambridge: Cambridge University Press, ISBN 052-14-8133-3

5.2 Elektronické zdroje

- [10] AMADEO, K., *Monetary policy*, *The Balance* 2016 [on-line]:
<https://www.thebalance.com/what-is-monetary-policy-objectives-types-and-tools-3305867>
- [11] BANK OF JAPAN, *operations for fx intervention 2019*, [on-line]:
<https://www.boj.or.jp/en/announcements/education/oshiete/intl/g19.htm/>
- [12] BUITER, WILLEM H. *Should We Worry about Deflation? Prevention and Cure*. 2003, [on-line]: <http://www.willembuiter.com/mckenna.pdf>
- [13] CHEN, JAMES. *FX intervention 2019*, [on-line]:
<https://www.investopedia.com/terms/f/foreign-exchange-intervention.asp>
- [14] ČNB, *Měnová politika*. 2019, [on-line]: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/
- [15] ČNB. *Aktuální prognóza ČNB*, 2019 [on-line]:
https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/index.html/
- [16] ČNB, *Zpráva o inflaci – 2019*, [on-line]: www.cnb.cz/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/
- [17] ČNB, *Inflation targeting in the Czech Republic*. [on-line]:
https://www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_targeting.html/
- [18] CTK, *Intervence ČNB se v srpnu vyšplhaly na 100 miliard, nejvíc od roku 2013*. E15. 2014 [on-line]: <http://zpravy.e15.cz/burzy-a-trhy/meny/intervence-cnb-se-v-srpnu-vysplhaly-na-100-miliard-nejvic-od-roku-2013-1233986/>
- [19] CARNEY, S. *The Wallstreet Journal: Koruna Dives as Czech Central Bank Intervenes*, 2013 [on-line]: <http://online.wsj.com/news/articles/>
- [20] ECB. *Exchange Rate in the Czech Republic*, 2019 [on-line]: [www:](http://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/)
<https://www.ecb.europa.eu/stats/exchange/>
- [21] ECB. *Transmission mechanism of monetary policy*. 2019 [on-line]:
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html/>
- [22] MISHKIN, S.F., *International Experiences with Different Monetary Policy Regimes*. ISSN 0347-8769. 1998 [on-line]: <http://www.diva-portal.org/smash/get/diva2:328024/FULLTEXT01.pdf>
- [23] REZABEK, P., *Teorie a praxe měnové politiky, ČNB 2014* [on-line]:
<http://khp.vse.cz/wp-content/uploads/2012/02/>
- [24] REZABEK, P., *Úloha centrální banky v měnové politice a peněžním oběhu. ČNB 2009* [on-line]:
https://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rezabek_20070828_libinst.pdf/
- [25] ROGOFF, K., *Deflation, Determinants, Risks, and Policy Options – Findings of an Interdepartment Task Force. International Monetary Fund*. 2003 [on-line]
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/def/2003/eng/043003.pdf>.
- [26] SINGER, M., *Aktuální vývoj v české ekonomice a měnová politika ČNB*. 2013 [on-line]:
http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20131120_olomouc.pdf/
- [27] SW., *Foreign exchange intervention* [on-line]:
https://saylordotorg.github.io/text_international-economics-theory-and-policy/s24-05-foreign-exchange-interventions.html