Ekonomická fakulta
Faculty of Economics
Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
University of South Bohemia in České Budějovice

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
Ekonomická fakulta
Katedra účetnictví a financí

Diplomová práce

Možnosti centrálních bank ovlivňovat finanční trhy s přihlédnutím k současným devizovým intervencím ČNB

Vypracoval: Bc. Kamila Slavíková
Vedoucí práce: Ing. Liběna Kantnerová, Ph.D.

České Budějovice 2017

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
Fakulta ekonomická
Akademický rok: **2015/2016**

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení:	**Bc. Kamila SLAVÍKOVÁ**
Osobní číslo:	**E15685**
Studijní program:	**N6208 Ekonomika a management**
Studijní obor:	**Účetnictví a finanční řízení podniku**
Název tématu:	**Možnosti centrálních bank ovlivňovat finanční trhy s přihlédnutím k současným devizovým intervencím ČNB**
Zadávající katedra:	**Katedra účetnictví a financí**

Zásady pro vypracování:

Centrální banky vytvářejí podmínky pro řádné fungování finančních trhů a napomáhají také vytvářet optimální podmínky pro rozvoj národního hospodářství.

Cíl: popsat a vyhodnotit zásahy centrálních bank na finančních trzích ve vybraných zemích EU s vyhodnocením devizových intervencí ČNB a jejich vlivu na export ČR.

Rámcová osnova:
1. V teoretické části bude popsáno národní hospodářství ČR s ohledem na segmenty exportu a importu. Dále budou uvedeny informace o působení centrálních bank v národním hospodářství.
2. Metodika - studium odborné literatury, práce s daty z ČNB, ČSÚ, MF a MPO ČR. Vyhotovení přehledných grafů a tabulek a následné vyhodnocení vývoje statistickými metodami.
3. V praktické části budou tyto zásahy konkretizovány s přihlédnutím k vývoji a dopadu konkrétní devizové intervence na posílení kurzu EURa. Potom bude následovat s ohledem na uvedené skutečnosti vyhodnocení stávajícího dopadu této intervence v ČR. Bude také provedena analýza intervencí centrálních bank ve vybraných zemích EU.
4. Závěr.

Rozsah grafických prací: **dle potřeby**

Rozsah pracovní zprávy: **50 - 60 stran**

Forma zpracování diplomové práce: **tištěná**

Seznam odborné literatury:

Buckley, A. (2012). *International finance: a practical perspective.* **New York: Pearson.**
Česká bankovní asociace. (2012). *Bankovnictví v proměnách času: Sborník textů k 20 letům České bankovní asociace.* **Praha: ČBA.**
Dvořák, P. (2005). *Komerční bankovnictví pro bankéře a klienty.* **Praha: Linde.**
Durčáková, J., & Mandel, M. (2010). *Mezinárodní finance.* **Praha: Management Press.**
Jílek, J. (2013). *Finance v globální ekonomice II: Měnová a kurzová politika.* **Praha: Grada Publishing.**
Jurečka, V., & kol. (2013). *Makroekonomie.* **Praha: Grada Publishing.**
Kalínska, E., & kol. (2010). *Mezinárodní obchod v 21. století.* **Praha: Grada Publishing.**
Kunert, J., & Novotný, J. (2008). *Central banking in the czech lands.* **Praha: ČNB.**
Mandel, M., & Tomšík, V. (2008). *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice.* **Praha: Management Press.**
Mejstřík, M., Pečená, M., & Teplý, P. (2015). *Bankovnictví v teorii a praxi.* **Praha: Karolinum Press.**
Polidar, V. (2004). *Management bank a bankovních obchodů.* **Praha: Ekopress.**
Polouček, S. a kol. (2006). *Bankovnictví.* **Praha: Grada.**
Revenda, Z. (2011). *Centrální bankovnictví.* **Praha: Management Press.**
Štěrbová, L., & kol. (2013). *Mezinárodní obchod ve světové krizi 21. století.* **Praha: Grada Publishing.**

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Liběna Kantnerová, Ph.D.**
Katedra účetnictví a financí

Datum zadání diplomové práce: **8. února 2016**

Termín odevzdání diplomové práce: **15. dubna 2017**

doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (1)
370 05 České Budějovice

doc. Ing. Milan Jílek, Ph.D.
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 8. února 2016

Prohlášení

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci „Možnosti centrálních bank ovlivňovat finanční trhy s přihlédnutím k současným devizovým intervencím ČNB“ jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47 zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to – v nezkrácené podobě elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích dne 21. 8. 2017 ……

Bc. Kamila Slavíková

Poděkování

Tímto bych ráda poděkovala vedoucí diplomové práce Ing. Liběně Kantnerové, Ph.D., za odborné vedení a cenné rady, které dopomohly ke zpracování diplomové práce.

OBSAH

1 Úvod 4

2 LITERÁRNÍ PŘEHLED 6

2.1 Národní hospodářství 6

2.1.1 Odvětví 6

2.1.2 Sektor 6

2.2 Ukazatele výkonnosti národního hospodářství 7

2.2.1 Produkt 7

2.2.1.1 Domácí produkt 7

2.2.1.2 Národní produkt 9

2.2.2 Nezaměstnanost 9

2.2.3 Inflace 11

2.2.4 Platební bilance 14

2.2.4.1 Běžný účet 15

2.2.4.2 Kapitálový účet 16

2.2.4.3 Finanční účet 16

2.2.4.4 Saldo chyb a opomenutí 16

2.2.5 Vývoj veřejného dluhu 17

2.3 Centrální bankovnictví 18

2.3.1 Makroekonomická funkce centrální banky 19

2.3.2 Mikroekonomická funkce centrální banky 20

2.3.3 Česká národní banka 21

2.4 Monetární politika 22

2.4.1 Měnověpolitické nástroje 22

2.4.1.1 Operace na volném trhu 22

2.4.1.2 Automatické facility 23

2.4.1.3 Mimořádné facility 24

2.4.1.4 Povinné minimální rezervy ... 24
2.4.1.5 Devizové intervence ... 25
3 Metodika ... 31
4 Praktická část ... 33
4.1 Světová hospodářská krize v roce 2007 ... 33
4.2 Nekonvenční politiky centrálních bank ... 35
4.2.1 Spojené státy americké ... 36
4.2.2 Velká Británie ... 37
4.2.3 Eurozóna ... 38
4.2.4 Japonsko ... 39
4.2.5 Švýcarsko ... 40
4.2.6 Zhodnocení nekonvenčních politik centrálních bank ... 41
4.3 Měnová politika v ČR od konce roku 2012 ... 41
4.3.1 Kurzový závazek po listopadu 2013 ... 43
4.3.2 Upuštění od kurzového závazku ... 43
4.3.3 Důvody pro a proti posílení koruny po skončení intervencí ... 44
4.3.4 Analýza hlavních makroekonomických indikátorů ČR ... 45
4.3.4.1 HDP České republiky ... 45
4.3.4.2 Nezaměstnanost ... 47
4.3.4.3 Inflace ... 49
4.3.4.4 Vývoz a dovoz zboží a služeb ... 51
4.3.4.5 Měnové podmínky ... 54
4.3.4.6 Běžný účet platební bilance v mld. Kč ... 56
4.3.4.7 Finanční účet platební bilance v mld. Kč ... 58
4.3.4.8 Stav devizových rezerv ČNB v mld. Kč ... 59
4.3.4.9 Saldo státního rozpočtu ... 61
4.3.4.10 Státní dluh ... 62

5 Závěr 64
SUMMARY 66
Seznam použitých zdrojů 67
Seznam použité literatury 67
Seznam internetových zdrojů 68
Seznam obrázků, tabulek a grafů 69
Seznam obrázků 69
Seznam tabulek 69
Seznam grafů 69
Seznam použitých zkratek 71
Seznam příloh 72

1 Úvod

Česká národní banka (dále jen ČNB) zahájila 7. 11. 2013 devizové intervence. K tomuto opatření přistoupila na základě prognóz vývoje úrokových sazeb pod jejich nulovou úroveň. Důvodem poklesu na technickou nulu (0,05%) byla koncem roku 2012 reakce na hospodářský vývoj ČR v letech 2012 – 2013. Ve zmíněném období došlo k poklesu zisků a investic firem, což vedlo k nárůstu nezaměstnanosti. Domácnostem poklesly jejich příjmy i spotřeba. Centrální banka tedy využila snížení úrokových sazeb jako svého hlavního měnověpolitického nástroje a zavázala se, že ponechá úrokové sazby na jejich rekordně nízké úrovni tak dlouho, jak bude potřeba. ČNB byla zároveň připravena v případě potřeby použít další měnové nástroje, aby udržela cenovou stabilitu, a přispěla tak ke stabilnímu vývoji české ekonomiky. Jelikož se v tomto období přestalo dařit naplňovat inflační cíle, ČNB proto koncem roku 2013 zahájila devizové intervence. Jejich cílem bylo držet korunu vůči euru blíže hodnotě 27 CZK/EUR, tzn., oslabit kurz koruny a brzdit dezinflační tendence.

Otázkou však zůstává, zda výše zmíněná opatření ve skutečnosti opravdu napomohla vývoji českého hospodářství, nebo mu ve výsledku spíše uškodila, jak se lze někdy dočíst v různých mediích.

Hlavním cílem diplomové práce je proto popsat a následně vyhodnotit, jaké měnověpolitické nástroje mohou centrální banky využít k zásahům na finančních trzích. Dalším velmi důležitým úkolem je vyhodnocení devizových intervencí ČNB a jejich vliv na ekonomiku České Republiky.

Práce byla napsána za pomoci odborné literatury zapůjčené v Akademické knihovně Jihočeské univerzity v Českých Budějovicích, Městské knihovny v Jihlavě a ověřených internetových zdrojů, které se zaměřují na národní hospodářství. Pro zhotovení práce byly dále použity podklady České národní banky a Českého statistického úřadu.

V teoretické části práce je nejprve popsáno národní hospodářství České republiky – co se skrývá pod pojmem národní hospodářství, kdo je subjektem národního hospodářství, proč se národní hospodářství dělí na odvětví a sektory. Dále jsou uvedeny a vysvětleny ukazatele výkonnosti národního hospodářství – produkt, nezaměstnanost, inflace, platební bilance a vývoj veřejného dluhu.

Kapitola o centrálním bankovnictví se nejprve zaměřuje na objasnění pojmu centrální banka, její postavení ve státě. Jsou zde také vymezeny makroekonomické a mikroekonomické funkce centrálních bank. Konec kapitoly je zaměřen na Českou národní banku – její cíle a úkoly.

Posledním tématem, kterému se literární přehled věnuje, je měnová politika centrálních bank. Je zde objasněno, jaké měnověpolitické nástroje Česká národní banka používá k ovlivnění národního hospodářství České republiky.

V metodice diplomové práce jsou popsány a vysvětleny vybrané statistické ukazatele, pomocí kterých proběhla statistická analýza vybraného vzorku dat.

Praktická část práce se na úvod zabývá příčinami světové hospodářské krize, tzn. kdy, kde a proč došlo k jejímu vzniku. Dalším tématem jsou nekonvenční politiky centrálních bank a jejich reálné užití ve světových ekonomikách. Po analýze nekonvenčních politik práce přechází k tématu měnové politiky v České republice od konce roku 2012. Dochází zde k analýze intervencí na hospodářství České republiky.

V závěru diplomové práce je zhodnoceno, zda měly devizové intervence, které provedla ČNB, na českou ekonomiku kladný nebo záporný dopad.

2 LITERÁRNÍ PŘEHLED

2.1 Národní hospodářství

Pod pojmem národní hospodářství si lze představit veškeré činnosti, které vedou k získání zdrojů, jejich zpracování a k produkci výrobků a služeb na území určitého státu. Celková hodnota zboží a služeb určených pro konečnou spotřebu, kterou ekonomika země za určitý čas vytvoří, se nazývá výkon hospodářství. Za subjekty národního hospodářství jsou považovány domácnosti, firmy a stát. Národní hospodářství České republiky je systém tvořený právě těmito subjekty a je zároveň součástí systému vyššího řádu (hospodářství EU). (Urban, 2015)

Národní hospodářství je rozděleno na odvětví a sektory.

2.1.1 Odvětví

Určitá část národního hospodářství tvořená podniky, které mají stejné nebo podobné vstupy, technologii a výstupy.

a) Výrobní odvětví

Výsledkem práce je hmotný statek či věcná služba (strojírenství, zemědělství, průmysl, stavebnictví, obchod).

b) Nevýrobní odvětví

Výsledkem je služba nehmotné povahy (školství, pojišťovnictví, bankovnictví, sociální péče, apod.). (Dvořáček & Slunčík , 2012)

2.1.2 Sektor

Vzniká spojením odvětví na základě podobných znaků.

a) Primární sektor

Společným znakem primárního sektoru je získání surovin z přírodních zdrojů (zemědělství, těžba, lesnictví).

b) Sekundární sektor

Do sekundárního sektoru náleží podniky zabývající se výrobou hmotných statků (stavebnictví, zpracovatelský průmysl).

c) Terciární sektor

Terciární sektor je tvořen podniky, které se zabývají poskytováním služeb pro výrobu a obchod (doprava, kultura, zdravotnictví, školství, bankovnictví).

d) Kvartilní sektor

Zabývá se vědou a výzkumem. Kvartální sektor může být součástí sektoru terciárního. (Dvořáček & Slunčík , 2012)

Zajištěním podmínek pro stabilní a progresivní vývoj ekonomiky se zabývá hospodářská politika státu. Za její hlavní a tradiční cíle jsou považovány stabilní a vyvážený ekonomický růst, nízká míra nezaměstnanosti, nízká a stabilní inflace, vnější rovnováha (reprezentovaná vyrovnanou platební bilancí, či pouze vyrovnanou bilancí obchodní). (Kliková & Kotlán, 2012)

2.2 Ukazatele výkonnosti národního hospodářství

2.2.1 Produkt

Produkt lze v základním členění rozdělit na domácí a národní produkt.

2.2.1.1 Domácí produkt

Domácí produkt je základním ukazatelem výkonnosti ekonomiky a vypovídá o průměrné životní úrovni v dané zemi. Představuje tok zboží a služeb, který byl vyroben na území určité země za určité období (obvykle jeden rok). Zahrnuje jak statky okamžité spotřeby (jídlo, služby), tak spotřeby dlouhodobé (auto, stroj, dům).
(Holman, 2011)

A. **Hrubý domácí produkt (HDP)**

„Hrubý domácí produkt je nejčastěji používaným agregátem k měření produkce. Jedná se o veškerou finální produkci (zboží a služeb) vyrobenou v dané zemi za sledované období (HDP je publikován čtvrtletně), a to výrobními faktory umístěnými v této zemi.
(Kliková & Kotlán, 2012)

Jinými slovy HDP představuje součet peněžních hodnot konečných výrobků a služeb, vyprodukovaných během jednoho roku výrobními faktory na daném území země (bez ohledu na to, kdo tyto výrobní faktory vlastní).

a) Nominální hrubý domácí produkt

Vyjadřuje hodnotu produkce v běžných cenách. Zahrnuje tedy jak hodnotu produkce reálně vyprodukovanou, tak i její ocenění v cenách roku, ve kterém je měřena.

b) Reálný hrubý domácí produkt

Reálné HDP je počítáno v cenách stálých (cenách základního období), které jsou očištěné od změn. Získáme jej deflováním – převáděním nominálních agregátů do reálných hodnot. Reálné HDP odráží růst produkce.
(Jurečka, 2013), (Kliková & Kotlán, 2012)

Hrubý domácí produkt může být vypočten třemi způsoby – produkční, výdajovou a důchodovou metodou.

Tempo růstu HDP

Roční míra růstu objemu HDP dovoluje srovnat hospodářský vývoj jak v čase, tak i mezi různě velkými zeměmi, a to bez ohledu na cenové změny.

Růst objemu HDP se vypočítá s použitím údajů v cenách předchozího roku. Pro zjištění míry růstu reálného HDP se použije hrubý domácí produkt v běžných cenách oceněný v cenách předchozího roku. U takto vypočtených objemových změn převedených na úroveň referenčního roku potom není míra růstu ovlivněna cenovými pohyby. (Český statistický úřad , 2016)

B. **Čistý domácí produkt (ČDP)**

„Označení ukazatele výkonu národního hospodářství jako „hrubý" odráží skutečnost, že zahrnuje nejen hodnotu zboží a služeb, která byla v daném období nově vytvořena, ale i hodnotu, která byla do nově vyrobených statků přenesena z minulosti. Důvodem je, že dříve vyrobené kapitálové statky používané při výrobě zboží a služeb se v procesu výroby postupně znehodnocují. Výše tohoto znehodnocení označovaná jako amortizace či odpisy vstupuje do hodnoty vyráběného zboží.

Odečtením hodnoty kapitálu spotřebovaného při výrobě produktu získáme ukazatel čistého domácího nebo národního produktu, charakterizující hodnotu produkce vytvořené pouze v rámci daného období. Znehodnocení kapitálu představuje většinou zhruba 10% hrubého domácího produktu, takže čistý domácí produkt tvoří obvykle přibližně 90% HDP." (Urban, 2015)

2.2.1.2 Národní produkt

Hrubý národní produkt

Hrubý národní produkt (HNP) zahrnuje veškerou finální produkci, která je vyrobená za sledované období kdekoliv ve světě, avšak za pomoci domácích výrobních faktorů. (Kliková & Kotlán, 2012), (Holman, 2011)

HNP se využívá především v zemích, které jsou potenciálně velkými investory v zahraničí, a jejichž výrobní faktory jsou rozmístěny po celém světě (např. Spojené státy americké). (Kliková & Kotlán, 2012)

2.2.2 Nezaměstnanost

"Nezaměstnanost a její výše je, spolu s inflací, považována za nejdůležitější, občany subjektivně vnímaný ekonomický problém (podle výzkumu provedeném Gallovým ústavem).

Z ekonomického pohledu představuje nezaměstnanost stav v národním hospodářství, kde část pracovního potenciálu společnosti nenalézá uplatnění nebo dobrovolně o toto uplatnění neusiluje." (Kliková & Kotlán, 2012)

Jsou rozlišovány 4 druhy nezaměstnanosti:

a) Frikční nezaměstnanost

Někteří lidé jsou dočasně nezaměstnaní, jelikož opustili stávající zaměstnání a určitou dobu hledají nové pracovní místo. (Holman, 2011)

b) Strukturální nezaměstnanost

Strukturální nezaměstnanost je vyústěním strukturálních změn v ekonomice, kdy dochází ke zmenšování některých odvětví a expanzi odvětví jiných. Tento typ nezaměstnanosti trvá déle než nezaměstnanost frikční.
(Holman, 2011), (Kliková & Kotlán, 2012)

c) Cyklická nezaměstnanost

Příčinou cyklické nezaměstnanosti může být oslabení domácích investic. Zpomalení či zastavení investic vyvolává pokles poptávky po surovinách, materiálech a energiích. Podniky přistoupí ke snižování stavů zaměstnanců, důchody domácností klesají a následně dochází i k poklesu poptávky po spotřebních statcích. Hospodářský pokles a vlna propouštění se tedy také přenáší do spotřebních odvětví.

Další příčinou cyklické nezaměstnanosti může být pokles zahraniční poptávky po statcích a službách z tuzemska. Jestliže poklesne poptávka hlavních partnerů po tuzemském zboží, dojde k poklesu produkce a propouštění v exportním odvětví. Tento pokles se postupně rozšíří i do odvětví úzce souvisejících s exportem. Nakonec jsou důsledkem rostoucí nezaměstnanosti a klesajících příjmů domácností zasažena také spotřební odvětví. Jedná-li se o cyklickou nezaměstnanost, prožívá ekonomika fázi celkového hospodářského útlumu, jehož průvodním jevem je nezaměstnanost v téměř všech odvětvích. Lidé propuštěni z jednoho odvětví nemohou nalézt práci ani v odvětvích jiných. (Holman, 2011), (Kovář, 2011)

d) Sezónní nezaměstnanost

„Sezónní nezaměstnanost je dána výkyvy v zaměstnanosti podmíněné ročními obdobími (např. v zemědělství, ve stavebnictví, apod.).” (Kliková & Kotlán, 2012)

Nezaměstnanost se z makroekonomického hlediska týká obyvatel v produktivním věku, to znamená, ve věku od ukončení školní docházky do doby odchodu penze. Lidé v produktivním věku se dělí na ekonomicky aktivní a neaktivní obyvatelstvo. Za ekonomicky aktivní obyvatele jsou považováni zaměstnaní (ti, co mají práci) a nezaměstnaní (ti co práci nemají, ale aktivně ji hledají). Ostatní lidé v produktivním věku se řadí do kategorie ekonomicky neaktivních – studenti, postižení, lidé pečující o malé děti, lidé aktivně nevyhledávající práci. Na základě této kategorizace obyvatel, lze sestavit několik ukazatelů, které mapují situaci na trhu práce. (Holman, 2011)

Míra nezaměstnanosti

Míra nezaměstnanosti (u) je vyjádřena jako procentuální podíl nezaměstnaných (U) k celkovému počtu ekonomicky aktivního obyvatelstva (L). Vykazuje se jako průměrný údaj za celou zemi a také za jednotlivé regiony. (Žák, 2006)

$$u = (U/L)*100$$

Přirozená míra nezaměstnanosti

Přirozená míra nezaměstnanosti je jeden z nejdůležitějších ukazatelů popisující trh práce. Vyjadřuje takovou úroveň nezaměstnanosti, při které je v ekonomice dané země dosahováno potencionálního produktu (dlouhodobé rovnováhy). Jinak řečeno, přirozená míra nezaměstnanosti popisuje takovou situaci, kdy jsou optimálně využity pracovní zdroje a při daných mzdových sazbách jsou zaměstnáni všichni lidé, kteří jsou s touto úrovní mzdové sazby spokojeni. (Kliková & Kotlán, 2012)

2.2.3 Inflace

„Nejčastěji je inflace chápána jako dlouhodobý růst cenové hladiny vyvolaný nadměrnou emisí peněz." (Revenda, Mandel, Kodera, Musílek, & Dvořák, 2015)

Inflace může být jinak vysvětlena jako nárůst všeobecné cenové hladiny zboží a služeb v ekonomice za určité časové období, které má za následek snižování kupní síly peněz (tzn., vzroste-li cenová hladina, domácnosti a firmy si budou moci za stejnou peněžní částku pořídit menší objem zboží a služeb). Jedná se tedy o vzestup průměrné cenové úrovně v národním hospodářství, nikoliv o růst cen jednotlivých druhů výrobků či služeb.

Růst všeobecné cenové hladiny způsobuje, že ceny ztrácejí informační kvalitu. Domácnosti a firmy se poté dopouštějí chyb a jejich ekonomické chování přestává být racionální.

Inflace je měřena pomocí cenových indexů. Nejpoužívanějšími cenovými indexy jsou, index spotřebitelských cen (CPI), index cen výrobců (PPI) a deflátor HDP.
(Urban, 2015)

Příčiny vzniku inflace

„Příčiny vzniku inflace můžeme rozdělit podle dvou základních myšlenkových přístupů do dvou skupin, jako monetaristický názor a keynesiánský názor.“
(Černohorský & Teplý, 2011)

- Monetaristický přístup

Monetaristé vycházejí z předpokladu, že inflace je vždy a všude peněžním jevem. Podle příznivců Miltona Friedmana je růst cenové hladiny vyvolán rychlejším růstem množství peněz, než je růst přirozeného reálného agregátního výstupu ekonomiky (potenciálního produktu).

Za zdroj všech inflací je považováno vysoké tempo růstu peněžní zásoby. Proti růstu cenové hladiny se lze bránit tedy tak, že dojde k omezení tempa růstu peněžní zásoby na nízkou úroveň.

Významným prvkem v uvažování monetaristů o příčinách inflace je také inflační očekávání – ekonomické subjekty očekávají v dalším období takovou míru inflace, jaká byla v předchozím období v dané ekonomice skutečně dosažena.

Lze tedy konstatovat, že inflace je dle monetaristického přístupu funkcí předchozího nadměrného růstu agregátního výstupu (je vyvolán nadměrnou emisí peněz) a inflačních očekávání. (Černohorský & Teplý, 2011), (Revenda & et al, 2015)

- Keynesiánský přístup

„Keynesovci a postkeynesovci si na rozdíl od monetaristů představují pod pojmem inflace jakýkoliv růst cenové hladiny, tj. i krátkodobé cenové šoky.“
(Revenda & et al, 2015)

Představitelé keynesiánství rozlišují inflaci nabídkovou a poptávkovou:

a) Nabídková inflace

Nabídková inflace je zapříčiněna snížením agregátní nabídky v důsledku nabídkových šoků.

V ekonomické teorii se rozlišují dva druhy nabídkových inflační šoků dle toho, zda působí na dlouhodobou agregátní nabídku a tím i na krátkodobou agregátní nabídku, nebo pouze na krátkodobou agregátní nabídku.

Faktory, které působí na dlouhodobou agregátní nabídku a tím i na krátkodobou, mají charakter dlouhodobých vlivů na produkční funkce podniků – v praxi nejsou tyto případy příliš časté, jedná se především o různé přírodní katastrofy.

Druhá skupina tlaků je charakteristická tím, že se dlouhodobá agregátní nabídka nemění, přirozený výstup ekonomiky se tedy také nemění (nejedná se o pokles výrobních faktorů). To znamená, že se dlouhodobá agregátní nabídka graficky neposouvá. Dochází zde pouze k poklesu krátkodobé agregátní nabídky. Nejčastějšími příčinami jsou – růst nákladů firem, růst mezd, růst cen monopolů.
(Černohorský & Teplý, 2011), (Revenda & et al, 2015)

b) Poptávková inflace

Poptávková inflace je vyvolána faktory, které zvyšují agregátní poptávku – zvýšení spotřebních výdajů domácností, zvýšení investic ze strany firem, zvýšení vládních výdajů, zvýšení čistého exportu, zvýšení peněžní zásoby v ekonomice, apod.
(Revenda & et al, 2015)

Cílování inflace

„Cílování inflace lze definovat jako veřejné oznámení kvantitativního inflačního cíle spolu se závazkem CB dosáhnout ho.

Důvody k zavedení cílování inflace jsou v podstatě dva: prvním z nich je přechod od fixního k plovoucímu kurzu. Druhým, ne nepodstatným důvodem, je selhání doposud používaných transmisních mechanismů (především z důvodu nestability peněžního multiplikátoru). (Kliková & Kotlán, 2012)

Mechanismus cílování inflace lze popsat následovně: centrální banka stanoví inflační cíl a zaváže se jej naplnit. Zároveň s ohledem na zpoždění monetární politiky vypracuje inflační prognózy. Jestliže se inflační prognóza odchyluje od inflačního cíle, využije centrální banka nástroje monetární politiky s cílem změnit vývoji inflace.

Proces cílování inflace:

a) stanovení inflačního cíle,

b) tvorbu inflačních prognóz,

c) operativní řízení pomocí krátkodobé úrokové sazby centrální banky.

Základem operativního řízení v systému cílování inflace je krátkodobá úroková sazba centrální banky (repo sazba). Centrální bankéř provede srovnání inflační prognózy s inflačním cílem, a následně přistupuje ke změně operativní úrokové sazby. Jestliže je prognózovaná inflace nad inflačním cílem, centrální banka by měla zvyšovat svoji úrokovou sazbu (repo sazbu). Pokud je ovšem prognózovaná inflace pod inflačním cílem, měla by centrální banka svoji úrokovou sazbu naopak snižovat.

„Výhodou inflačního cílování je, že CB působí výrazně na inflační očekávání (která ovlivňují celkovou inflaci), a tím i na skutečnou inflaci. Nevýhodou je především, že nelze politiku CB sledovat na jasných mezicílech. Vysoké nároky se také kladou na prognostickou činnost a kredibilitu CB.“ (Kliková & Kotlán, 2012)

2.2.4 Platební bilance

Platební bilanci lze chápat jako systematicky uspořádaný statistický výkaz z oblasti národního účetnictví. Výkaz zachycuje veškeré ekonomické transakce mezi rezidenty domácí země a rezidenty zemí ostatních (tzn., mezi tuzemci a cizozemci), které se uskutečnily za určité období (je kladen důraz na roční data, jelikož má silně sezónní charakter). Tyto ekonomické transakce souvisí s toky zboží, služeb, peněz, kapitálu mezi domácí ekonomikou a zahraničím a ve většině případů vyvolávají příliv nebo odliv deviz. V konečném důsledku má tedy také platební bilance vliv na devizový trh (utváření devizové poptávky a nabídky). (Mandel & Durčáková, 2016)

Každá transakce je v platební bilanci zachycena dvakrát – jednou jako kreditní položka, podruhé jako položka debetní. Platební bilance je tedy sestavována na principu podvojného účetnictví – jedná se o podvojný účetní zápis. Jestliže je na bilanci pohlíženo z tohoto úhlu pohledu, hovoří se o vertikální struktuře platební bilance. (Jiránková, 2010)

Kreditní operace podporující devizovou nabídku (dochází zde k příjmu plateb od nerezidentů) tedy obecně tvoří – export zboží a služeb, import důchodů (důchody obdržené), snížení zahraničních aktiv nebo zvýšení zahraničních pasiv.

Do debetních operací zvyšujících devizovou poptávku patří import zboží a služeb, export důchodů (důchody placené nerezidentům), zvýšení zahraničních aktiv (přímé investice v zahraničí) nebo snížení zahraničních pasiv (splácení úvěrů do zahraničí). (Mandel & Durčáková, 2016), (Jiránková, 2010)

Horizontální struktura platební bilance je následující:

Mezinárodní měnový fond vydal v roce 2009 v pořadí už šestý nový manuál platební bilance s názvem *„The Balance of payments and international investment position manual“* (manuál je známý pod zkratkou BPM6). Reagoval tak na nové jevy v mezinárodním ekonomickém prostředí – zejména na rozvoj globalizace, podrobnější zpracování rozvah a finanční inovace.

Základní účty dle Manuálu BPM6 tvoří Běžný účet, Kapitálový účet, Finanční účet a Chyby a opomenutí, přičemž platí základní identita:

Běžný účet + Kapitálový účet + Chyby a opomenutí = Finanční účet

(Mandel & Durčáková, 2016)

2.2.4.1 Běžný účet

Běžný účet tvoří:

- Obchodní bilance – zahrnuje vývozy a dovozy zboží do země a ze země.
- Bilance služeb - zahrnuje vývoz a dovoz služeb ze země a do země.
- Bilance prvotních důchodů – zahrnuje náhrady zaměstnancům (příjmy z práce v zahraničí, výdaje na platy nerezidentů zaměstnaných v domácí ekonomice) a výnosy a náklady spojené s předchozím investováním rezidentů v zahraničí nebo nerezidentů v domácí ekonomice. Na straně kreditních položek jsou to nejčastěji zisky, úroky, dividendy, renty plynoucí z finančních aktiv a investování v zahraničí. Na straně debetní položek to jsou zejména reinvestované zisky zahraničních firem v ČR a vyplácené dividendy zahraničním investorům.
- Bilance druhotných důchodů – zachycuje jednostranné platby ze zahraničí nebo do zahraničí (transfery, korekce související s penzemi, daně z příjmů a bohatství, apod.), které nevedou ke vzniku zahraničních pohledávek nebo závazků země.
  (Jiránková, 2010), (Mandel & Durčáková, 2016)

2.2.4.2 Kapitálový účet

Kapitálový účet zobrazuje kapitálové transfery (tzn., nezobrazuje toky kapitálu v tradičním pojetí ekonomické teorie). Do transferů kapitálového charakteru jsou zařazeny kapitálové transfery související s čerpáním zdrojů z Evropské unie, s převody majetku migrujícího obyvatelstva, s promíjením dluhů i s vlastnickými právy k základním prostředkům. Spadají sem i autorská práva, patenty apod.
(Mandel & Durčáková, 2016)

2.2.4.3 Finanční účet

Finanční účet se skládá z:

- Přímých investic – zachycují jak přímé domácí investice v zahraničí, tak zahraniční přímé investice v domácí ekonomice (jedná se o takové investice, které zakládají určitou míru kontroly a řízení podniku – v ČR jsou definovány jako deseti a více procentní podíl investora na základním kapitálu společnosti), dále se do přímých investic zahrnuje reinvestovaný zisk a ostatní kapitál.
- Portfoliových investic – představují majetkové cenné papíry a účasti, které nespadají do kategorie investic přímých a dluhové cenné papíry.
- Finančních derivátů – forwardy, futures, opce, aj.
- Ostatních investic – patří sem především přijímání a poskytování úvěrů (v platební bilanci jsou ostatní investice dále členěny z hlediska časového – na dlouhodobé a krátkodobé, a dle subjektů – centrální banka, obchodní banky, vláda, ostatní sektory).
- Rezervní aktiva – změna devizových rezerv

„Devizové rezervy představují souhrn zahraničních aktiv, která slouží jednak k financování záporného salda platební bilance (tzn. k úhradě plateb do zahraničí) a jednak k intervenčnímu ovlivňování devizového kurzu. (Černohorský & Teplý, 2011)

2.2.4.4 Saldo chyb a opomenutí

Saldo chyb a opomenutí je výsledkem rozdílné metodiky používané v různých zemích. Obsahuje veškeré nepřesnosti v evidenci, metodické problémy, kurzové rozdíly atp. (Jiránková, 2010), (Černohorský & Teplý, 2011)

Salda platební bilance

Dílčí a kumulativní salda jsou z položek platební bilance vytvářena pro účely ekonomické analýzy.

Dílčí saldo vzniká rozdílem kreditní a debetní strany u jedné položky – významným dílčím saldem je saldo obchodní bilance (vypočte se odečtením hodnoty importu zboží od exportu zboží).

Kumulativní saldo je vytvořeno rozdělením platební bilance pomyslnou čarou. Položky, které se nachází nad pomyslnou čarou, jsou položky vytvářející saldo. Položky nacházející se pod pomyslnou čarou jsou označovány jako položky financující saldo. (Ptatscheková & Dittrichová , 2013)

V praxi jsou obvykle sledována tři kumulativní salda:

a) Saldo výkonové bilance – je vytvářeno položkami zboží a služeb.

„Saldo výkonové bilance zahrnuje salda bilance obchodu a bilance služeb. Výsledné saldo výkonové bilance, zejména v případě malé otevřené ekonomiky, může významně ovlivňovat výši hrubého domácího produktu.

b) Saldo běžné bilance obsahuje položky zboží, služeb, výnosů a běžných převodů – je využíváno pro analýzu devizové rovnováhy platební bilance a vývoje devizového kurzu.
c) Celkové saldo platební bilance tvoří položky zboží, služby, výnosy, běžné převody, položky kapitálového a finančního účtu, saldo chyb a opomenutí.

Pokud objemově převažují v saldu platební bilance položky kreditní, jedná se o saldo aktivní. Jestliže převažují objemově položky debetní, nazývá se saldo pasivní. (Ptatscheková & Dittrichová , 2013)

2.2.5 Vývoj veřejného dluhu

Veřejný dluh se skládá ze státního dluhu, dluhu krajů, obcí, fondů sociálního zabezpečení, ostatních mimorozpočtových fondů nebo státních záruk.

Veřejný dluh je standardně definován jako souhrn finančních závazků, které vznikly při financování operací vládního sektoru vůči ostatním domácím i zahraničním ekonomickým subjektům. Jinými slovy je veřejný dluh souhrn pohledávek ostatních ekonomických subjektů vůči státu, a to bez ohledu na to, jak tyto pohledávky vznikly.

Je také důležité si uvědomit, že s rostoucím dluhem rostou pohledávky vůči současné i budoucí daňové povinnosti obyvatelstva. Pro vymezení veřejného dluhu není podstatné, jak vznikl, ale jakou formu na sebe vzal a jaké budou jeho důsledky pro makroekonomickou finanční stabilitu.

„Veřejný dluh má nejčastěji podobu vládních dluhopisů (obligací), které jsou nakupovány domácími i zahraničními ekonomickými subjekty a obchodovány na kapitálovém trhu.

Veřejný dluh je možno klasifikovat i podle místa vzniku dluhového nástroje na vnitřní (domácí) dluh (internal public debt) a na vnější (zahraniční) dluh (external public debt). Rozložení závazků státu mezi zahraniční a domácí subjekty závisí na podmínkách jednotlivých zemí, např. v rozvojových zemích obvykle chybí domácí kapitál, proto je podíl vnějšího veřejného dluhu vyšší než podíl vnitřního, oproti tomu ve vyspělých zemích je váha tzv. vnitřního zadlužení zpravidla větší z důvodu dostatečného množství domácího kapitálu. Zahraniční zadlužení vyvolává problém tzv. vynucené aktivizace obchodní bilance – úroky jsou spláceny v cizí měně, což vyvolává tlak na přebytek obchodní bilance: Hovoří se o procentu importu pohlceném úroky z veřejného dluhu. Odborníci upozorňují na nebezpečí vysokého podílu vnějšího veřejného zadlužení, které vedlo v řadě rozvojových zemí v osmdesátých letech 20. století ke vzniku dluhové krize s dalekosáhlými negativními vnitřními dopady.

Financování veřejného dluhu ze zahraničí však může snižovat negativní vliv vnitřního zadlužení na změnu domácí úrokové míry vytěsňovacím efektem."
(Ochrana, Pavel, Vítek, Urbánek Václav, & Maaytová, 2010),

2.3 Centrální bankovnictví

Centrální banky hrají důležitou roli na finančním trhu, a to zejména kvůli blízkému vztahu s komerčními bankami, ostatními centrálními bankami a vládními institucemi. Centrálním bankám je dána regulační odpovědnost – například vykonávají dohled nad komerčními bankami nebo kontrolují a ovlivňují úrokové míry, objem úvěrů a nabídku peněz – to vše má vliv na finanční trh a makroekonomické proměnné (jako je agregátní výstup nebo inflace). (Mejstřík, Pečená, & Teplý, 2009), (Buckley, 2012)

„Centrální (ústřední) banka je ve většině vyspělých zemí relativně nezávislou finanční institucí. Jejím základním posláním bývá zabezpečování kvality národní měny a dlouhodobé stability kupní síly peněz. Vedle toho však působí i v dalších oblastech řízení ekonomiky. Jedná se např. o pomoc vládě při stimulování ekonomického růstu a zaměstnanosti, při udržování vyrovnané platební bilance, jakož i při udržování stability peněžního a kapitálového trhu dané země.“ (Rejnuš , 2014)

Funkce centrální banky lze shrnout do dvou hlavních oblastí – makroekonomické a mikroekonomické.

2.3.1 Makroekonomická funkce centrální banky

Základním cílem centrální banky je zabezpečit stabilitu domácí měny a tím vytvořit příznivé podmínky pro udržitelný hospodářský růst. Stabilitu domácí měny je nutno chápat ve dvou dimenzích – jako cenovou stabilitu projevující se pouze v mírné dlouhodobé inflaci a kurzovou stabilitu, kterou lze chápat jako stabilitu kurzu domácí měny vůči měnám cizím. (Černohorský & Teplý, 2011), (Rejnuš , 2014)

Centrální banky vykonávají za účelem zabezpečení stability domácí měny tyto funkce:

- **Emise hotovostních peněz**

Emisní monopol je definičním znakem i funkcí centrálních bank zároveň. Centrální banka má však emisní monopol pouze z hlediska hotovostních peněz – tzn., v rámci této funkce jako jediná vydává a stahuje bankovky a mince.

Centrální banka určuje nominální hodnoty bankovek a mincí, dále jejich ochranné prvky, prověřuje platnost hotovostních peněz, emituje pamětní mince, spravuje zásobu hotovostních peněz. (Dvořák P. , 2005), (Černohorský & Teplý, 2011)

- **Měnová politika**

Měnová (monetární) politika představuje regulaci nabídky peněz centrální bankou, a to za účelem dosažení stanovených makroekonomických cílů – udržení stability tuzemské měny (stabilní, resp. pouze mírně rostoucí cenová hladina a kurzová stabilita), zabezpečení vyrovnanosti platební bilance, dosažení plánovaného ekonomického růstu a udržení únosné míry nezaměstnanosti. (Rejnuš , 2014)

- **Devizová činnost**

Devizová činnost centrální banky představuje operace s devizovými rezervami a devizovou regulaci - centrální banka shromažďuje devizové rezervy a operuje s nimi na devizovém trhu. Hlavními podněty k operacím s devizovými rezervami jsou:

- udržování hodnoty devizových rezerv;
- zabezpečování devizové likvidity dané země (tj. schopnost země dostát svým závazkům v daných zahraničních měnách);
- ovlivňování úrovně nebo výraznějších pohybů devizového kurzu domácí měny (prostřednictvím nákupu či prodeje zahraničních měn za měnu domácí). (Černohorský & Teplý, 2011)

2.3.2 Mikroekonomická funkce centrální banky

Centrální banka plní mikroekonomickou funkci prostřednictvím zajišťování bezpečnosti, efektivnosti, spolehlivosti a důvěryhodnosti příslušného bankovního systému. Do mikroekonomických činností centrální banky patří regulace obchodních bank a provádění bankovního dohledu, dále centrální banka působí jako banka bank, banka státu a jako reprezentant státu v měnové oblasti.

- **Regulace obchodních bank a provádění bankovního dohledu**

Termín bankovní regulace znamená stanovení pravidel a podmínek pro založení a činnost obchodních bank a pod pojmem bankovní dohled se skrývá kontrola dodržování těchto pravidel obchodními bankami, jakož i přijímání opatření k nápravě za nedodržování takto stanovených pravidel.

Bankovní regulace i dohled jsou především orientovány na:

- regulaci vstupu do bankovní sféry
- stanovení pravidel činnosti obchodních bank
- povinné pojištění vkladů klientů obchodních bank.

- **Banka bank**

„Centrální banky vystupují vůči obchodním bankám ve funkci jejich bankéřů. Vedou jim účty, na kterých spravují jejich rezervy, mezi nimiž provádějí zúčtování. Dále přijímají od obchodních bank vklady a poskytují jim úvěry.

Přitom působí i ve funkci tzv. věřitele poslední instance, což znamená, že vystupují jako poslední možné zdroje peněz, z nichž mohou obchodní banky v případech, že se dostanou do vážných potíží s likviditou, čerpat peníze.“ (Rejnuš , 2014)

- **Banka státu**

Centrální banka vede účty státního rozpočtu a provádí platební styk pro stát, jakož i pro jiné centrální orgány nebo orgány místní správy a některé podniky veřejného sektoru různé finanční operace.

Dále pomáhá při financování schodků státního rozpočtu, spravuje státní dluh a publikuje za stát některé finanční informace. Centrální banka také zastupuje zemi v mezinárodních finančních a měnových institucích jako je Mezinárodní měnový fond, Světová banka apod. Rovněž uzavírá mezinárodní platební a jiné dohody se zahraničními bankami a mezinárodními finančními institucemi.

(Černohorský & Teplý, 2011), (Dvořák P. , 2005)

2.3.3 Česká národní banka

„Česká národní banka je ústřední bankou České republiky, orgánem vykonávajícím dohled nad finančním trhem a orgánem příslušným k řešení krize na finančním trhu. Je zřízena Ústavou České republiky a svou činnost vyvíjí v souladu se zákonem č. 6/1993 Sb., o České národní bance, ve znění pozdějších předpisů, a dalšími právními předpisy. Je právnickou osobou veřejného práva se sídlem v Praze. S vlastním majetkem, včetně devizových rezerv, hospodaří ČNB s odbornou péčí. Do její činnosti lze zasahovat pouze na základě zákona. ČNB je součástí Evropského systému centrálních bank a podílí se na plnění jeho cílů a úkolů. Dále je součástí Evropského systému dohledu nad finančními trhy a spolupracuje s Evropskou radou pro systémová rizika a evropskými orgány dohledu nad finančními trhy.“ (O ČNB, 2016)

Hlavní cíl České národní banky spočívá v péči o cenovou stabilitu. Česká národní banka se dále stará o finanční stabilitu a o bezpečné fungování finančního systému České republiky. ČNB podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu a obecné politiky v Evropské unii se záměrem přispět k dosažení cílů Evropské unie - pokud tím není dotčen její hlavní cíl.

Česká národní banka plní v České republice následující úkoly:

a) určuje měnovou politiku;
b) vydává bankovky a mince;
c) řídí peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank, zahraničních bank, spořitelních a úvěrních družstev, stará se o jejich plynulost a hospodárnost, podílí se na zajištění bezpečnosti, spolehlivosti a efektivnosti platebních a vypořádacích systémů a na jejich rozvoji;
d) vykonává dohled nad osobami, které působí na finančním trhu;
e) rozpoznává, sleduje a posuzuje rizika ohrožení stability finančního systému a v zájmu předcházení vzniku či snižování těchto rizik přispívá prostřednictvím svých pravomocí k odolnosti finančního systému a udržení finanční stability;
f) provádí další činnosti podle zákona o České národní bance a podle jiných právních předpisů. (Brůna, a další, 2016)

2.4 Monetární politika

Jak již bylo zmíněno, monetární (měnovou) politiku provádí v České republice ČNB. Jejím hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu. ČNB také podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády, jestliže není tento vedlejší cíl v rozporu s cílem hlavním. Cenové stability je dosahováno změnami v nastavení měnových podmínek s využitím nástrojů, a to především základních úrokových sazeb. Rozhodování bankovní rady ČNB o nastavení měnové politiky vychází z aktuální makroekonomické prognózy a vyhodnocení rizik jejího naplnění.

2.4.1 Měnověpolitické nástroje

2.4.1.1 Operace na volném trhu

Hlavním posláním operací na volném trhu je usměrnit vývoj úrokových sazeb v ekonomice. Z hlediska cíle a pravidelnosti se operace dělí následovně:

a) Repo operace

Repo operace jsou hlavním měnovým nástrojem ČNB.

Transmisní mechanismus úrokových sazeb začíná snahou centrální banky o ovlivnění krátkodobých úrokových sazeb (mezibankovních sazeb) obchodních bank. ČNB tak činí prostřednictvím sazeb (repo sazeb) u emisních repo operací nebo stahovacích repo operací.

Český bankovní sektor se z dlouhodobého hlediska vyznačuje vysokým stupněm likvidity, a proto ČNB využívá k ovlivnění úrokové sazby obchodních bank stahovací repo operace. Krátkodobé úrokové sazby na mezibankovním trhu (PRIBOR 14 dní) úzce kopírují vývoj repo sazby 14 dní pro stahovací repa. Důvodem vysoké korelace je arbitrážní vztah mezi cenou (repo sazbou), za kterou si obchodní banky mohou uložit prostředky u centrální banky, a cenou (PRIBOR), za kterou obchodní banky mohou půjčit jiné obchodní bance likvidní prostředky na mezibankovním trhu.

Centrální banka přijímá přebytečnou likviditu obchodních bank proti vystavení dohodnutých cenných papírů. Obě strany se zavazují, že po uplynutí doby splatnosti proběhne reverzní transakce, v níž ČNB v pozici dlužníka vrátí věřitelské obchodní bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok a věřitelská banka vrátí ČNB poskytnuté cenné papíry.

Tříměsíční repo tendr

Doplňkový měnový nástroj má podobu tříměsíčního repo tendru – ČNB v něm přijímá likviditu na období tří měsíců. ČNB však nemá v úmyslu tímto nástrojem vysílat na trh signály, a proto tříměsíční repo sazba není sazbou ČNB – jedná se o sazbu peněžního trhu, která je aktuální v době vypsání tendru. V současné době již není tento nástroj využíván (poslední tříměsíční tendr byl vypsán v lednu roku 2001).

b) Nástroje jemného ladění

Nástroje jemného ladění (devizové operace, operace s cennými papíry) používá ČNB zejména při nečekaných krátkodobých výkyvech v likviditě trhu, kdy je ohrožena stabilita vývoje úrokových sazeb. Použití těchto nástrojů se v praxi řadí spíše výjimečným.

2.4.1.2 Automatické facility

Automatické facility slouží k poskytování či ukládání likvidity obchodních bank přes noc (overnight). Z hlediska bank se jedná o permanentní možnost uložení resp. zapůjčení peněz, a proto vytvářejí úrokové sazby uplatňované u těchto dvou facilit koridor, ve kterém se pohybují krátkodobé sazby na peněžním trhu (a také dvoutýdenní repo sazba).

Depozitní facilita

Depozitní facilita poskytuje obchodním bankám možnost uložit přebytečnou likviditu u ČNB přes noc, a to bez zajištění. Depozita jsou úročená diskontní sazbou – ta zpravidla představuje dolní mez pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu.

Marginální zápůjční facilita

Marginální zápůjční facilita poskytuje bankám, jež uzavřely rámcovou repo smlouvu, možnost vypůjčit si přes noc od ČNB formou repo operace likviditu.

Finanční prostředky této facility jsou úročeny lombardní sazbou. Vzhledem k trvalému přebytku likvidity obchodních bank je tato facilita využívána minimálně.

Lombardní sazba je horní mezí pro pohyb úrokových sazeb na peněžním trhu. ČNB je oprávněna kdykoliv omezit či zcela zastavit poskytování lombardních úvěrů.

2.4.1.3 Mimořádné facility

Na podzim 2008 zavedla Česká národní banka mimořádné dodávací repo operace se splatností dva týdny a tři měsíce, jejichž cílem je podpořit funkci trhu se státními dluhopisy. Od ledna 2011 byla zachována pouze dodávací repo operace se splatností dva týdny.

2.4.1.4 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou jedním ze základních nástrojů měnové politiky. Centrální banka tímto nástrojem může ovlivňovat objem likvidity (volných peněžních prostředků) v bankovním systému. V České republice však díky výraznému přebytku likvidity tato role ustupuje do pozadí a povinné minimální rezervy slouží zejména jako rezerva prostředků pro hladký průběh mezibankovního platebního styku.

Na základě zákona o České národní bance je každá obchodní banka (a to včetně stavebních spořitelen), pobočka zahraniční banky (která vlastní v ČR licenci nebo se rozhodne v ČR podnikat) a družstevní záložna povinna držet na svém účtu u ČNB povinné minimální rezervy – určitý předem stanovený objem likvidní peněžních prostředků. Předepsaný objem povinných minimálních rezerv je 2 % ze základny pro výpočet povinných minimálních rezerv. Systém povinných minimálních rezerv funguje na principu průměrování – obchodní banka je povinna udržovat na účtech takový denní zůstatek, který je v průměru za udržovací období roven minimálně stanovené povinné minimální rezervě za dané udržovací období.

Prostředky jsou na tomto účtu až do výše předepsaného objemu povinných minimálních rezerv úročeny dvoutýdenní repo sazbou ČNB.(Úloha měnové politiky, 2016)

2.4.1.5 Devizové intervence

„Intervence ve prospěch (v neprospěch) devizového kurzu znamenají záměrné ovlivňování vývoje devizového kurzu domácí měny centrální bankou, a to buď vzhledem k jedné, několika, nebo i všem cizím měnám zároveň.

Záměrem provádění uvedených intervencí totiž bývá dočasné zhodnocení (znehodnocení) devizového kurzu domácí měny, přičemž konkrétními důvody bývají nejčastěji snahy ovlivnit vývoj obchodní bilance státu a míru inflace.“
(Rejnuš, Finanční trhy: Učebnice s programem na generování cvičných testů, 2016)

Měnový kurz lze rozlišit na fixní (pevný) a plovoucí. Fixní měnový kurz značí pevně stanovený nominální kurz vůči jiné měně či koš cizích měn. Naopak plovoucí měnový kurz je určen na devizových trzích v závislosti na poptávce a nabídce deviz a dochází u něj k neustálým pohybům. V České republice byl do roku 1996 kurz zafixován vůči koši měn, poté následovalo jeho uvolnění výrazným rozšířením fluktuačního pásma a nyní se česká ekonomika nachází v režimu tzv. řízeného plovoucího kurzu. To znamená, že kurz je plovoucí, ale centrální banka může přistoupit k intervencím, aby zabránila jeho extrémním výkyvům.
(Jaký je rozdíl mezi pevným a plovoucím měnovým kurzem?, 2016)

Rozlišují se dva druhy devizových intervencí – přímé a nepřímé.

Přímé devizové intervence

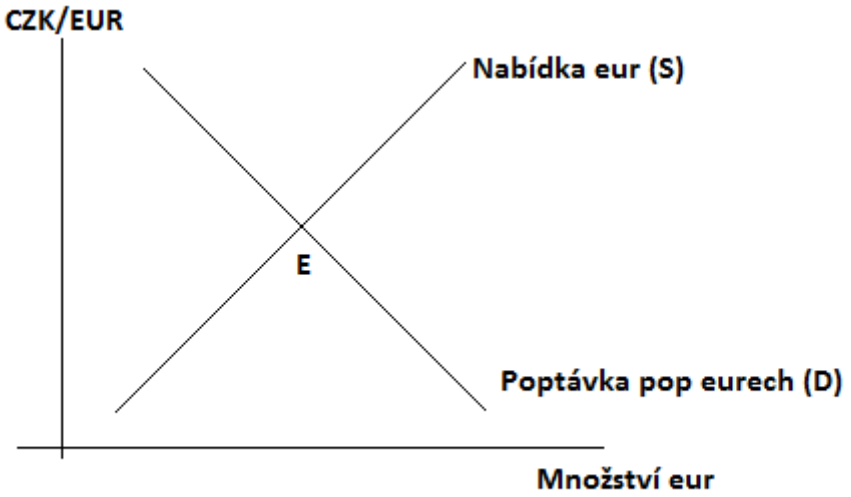
Přímé devizové intervence zpravidla provádějí centrální banky (popřípadě stabilizační devizové fondy). Intervence probíhají na devizových trzích takovým způsobem, že banky za devizy nakupují nebo prodávají vlastní měnu při současném snížení nebo zvýšení devizových rezerv. Cílem těchto intervencí bývá zabránit nepřiměřené nestabilitě kursového vývoje a vytvářet tak stabilnější ekonomické prostředí pro rozvoj obchodu a investování. Může se však jednat i o záměrné udržování silné nebo slabé měny. Přímé devizové intervence mohou být fakultativní (centrální banka intervenuje příležitostně dle vlastního uvážení, podle vývoje určitých měnově ekonomických ukazatelů či cílů měnové politiky) nebo obligatorní (tyto intervence jsou striktně vázané na povolené rozpětí pohybu kursu).

Nepřímé devizové intervence

Centrální banka nepřímo ovlivňuje cenu deviz svou úrokovou, daňovou, celní a dotační politikou.

Na devizovém trhu dochází ke střetu křivky devizové poptávky a křivky devizové nabídky.

Obrázek 1: Střet devizové poptávky a devizové nabídky na trhu deviz

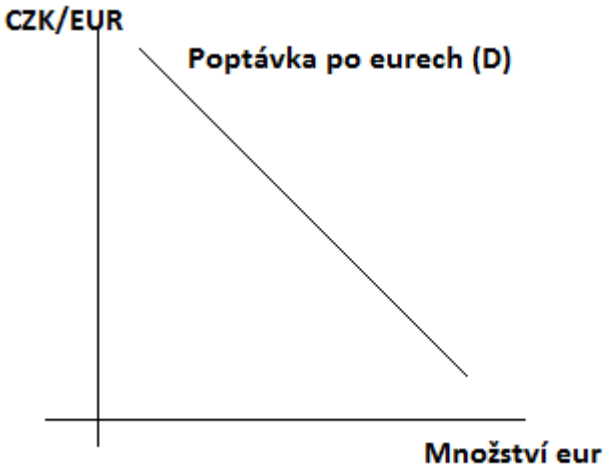


(Zdroj: vlastní zpracování)

Poptávka po devizách

Křivka poptávky po devizách (D) představuje vztah mezi množstvím poptávaných deviz a jejich cenou za daný časový okamžik. Poptávka po eurech se bude ze strany českých importérů zvyšovat, jestliže cena eura v českých korunách bude klesat a naopak. Čím se tedy bude euro stávat lacinějším, tím bude poptávka po něm růst – křivka poptávky po devizách je proto klesající.

Obrázek 2: Poptávka po devizách



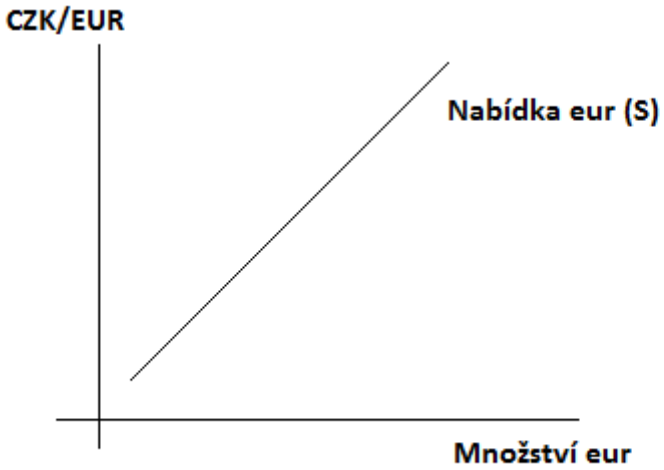
(Zdroj: vlastní zpracování)

Nabídka deviz

Křivka devizové nabídky (S) zobrazuje vztah mezi množstvím nabízených deviz a jejich cenou za dané období.

Zájem českých exportních firem o prodej jejich výrobků v zahraničí poroste, jestliže se cena eura v korunách bude zvyšovat a naopak. Křivka devizové nabídky je proto rostoucí zleva doprava.

Obrázek 3: Nabídka deviz

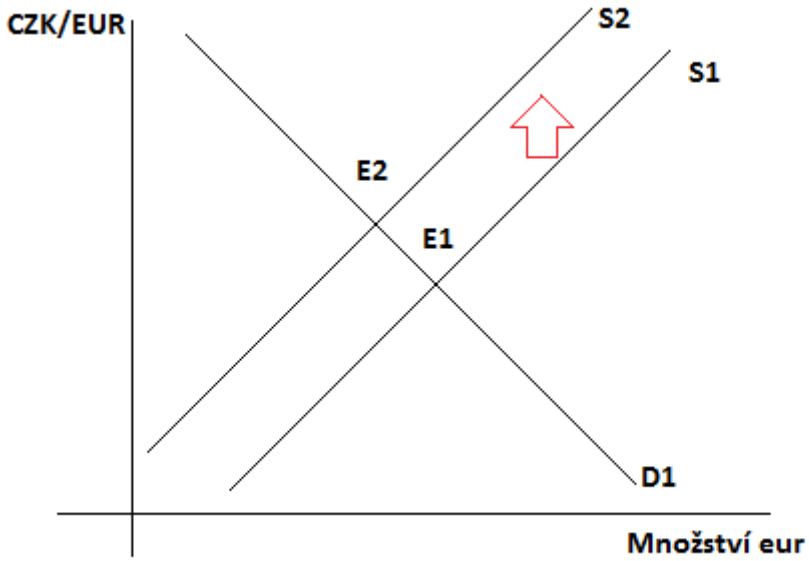


(Zdroj: vlastní zpracování)

Jestliže představitelé hospodářské politiky požadují depreciaci (oslabení) domácí měny, mohou zvolit dvě alternativy, jak dosáhnout požadované ceny deviz:

a) Prostřednictvím přímých intervencí přímo sníží nabídku deviz na devizovém trhu. Centrální banka bude na devizovém trhu nakupovat devizy a prodávat vlastní měnu (do české ekonomiky se dostane větší objem domácí měny). Křivka devizové nabídky se posune doleva nahoru z S_1 na S_2. Tento krok způsobí tržní nerovnováhu – nabídka eur bude nižší než poptávka po eurech, cizí měna se stává dražší (je vzácnější). Dojde k depreciaci (znehodnocení) koruny vůči euru – cena deviz vyjádřená v domácí měně roste. Exportéři reagují na depreciaci zvýšením objemu obchodů se zahraničím a nový intervenovaný kurz bude odpovídat úrovni E_2.

Obrázek 4: Snížení nabídky deviz prostřednictvím přímých intervencí

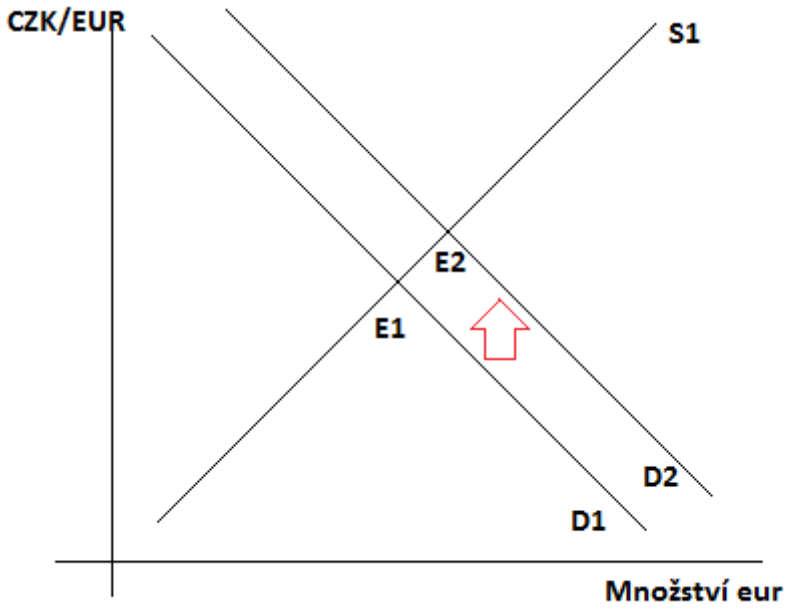


(Zdroj: vlastní zpracování)

b) Centrální banka bude nepřímo působit na zvýšení poptávky po devizách zvýšením agregátní poptávky (např. zvýšení vládních výdajů, snížením úrokových sazeb, snížením importních cel atd. Poptávková křivka deviz se posune doprava nahoru z D_1 na D_2 (stejně jako křivka agregátní poptávky). Poptávka po eurech převýší nabídku eur – cizí měna se stává dražší. Dochází zde k depreciaci (znehodnocení) koruny vůči euru – cena deviz vyjádřená v domácí měně roste.

Exportéři opět reagují na depreciaci zvýšením objemu obchodů se zahraničím a nový intervenovaný kurz dosáhne požadované úrovně E_2.

Obrázek 5: Zvýšení poptávky po devizách zvýšením agregátní poptávky



(Zdroj: vlastní zpracování)

„Vyrovnání poptávky a nabídky deviz na úrovni, která odpovídá záměrům kursové politiky centrální banky, prostřednictvím změny jejích devizových rezerv je jejím primárním efektem přímých devizových intervencí. Intervence centrální banky mají vedle tohoto primárního efektu na stabilizaci devizového kursu i sekundární efekty, které jsou spojeny s působením devizových intervencí na změnu měnové báze, peněžní zásoby, úrokových sazeb a s vlivem na psychologii trhu.“

(Mandel & Durčáková, Mezinárodní finance a devizový trh, 2016)

Devizové intervence v ČR představují nákupy či prodeje cizích měn za českou korunu Českou národní bankou na devizovém trhu. Jejich cílem může být tlumení volatility (míra kolísání hodnoty aktiva nebo jeho výnosové míry – vyjadřuje míru rizika investice do určitého aktiva) na devizovém trhu nebo uvolnění (popřípadě zpřísnění) měnové politiky. Devizové intervence nejsou v režimu cílování inflace běžně používaným nástrojem. Tím jsou zejména úrokové sazby. Může však nastat situace, kdy je zapotřebí devizové intervence využít.

Příkladem takové situace je snížení měnově politických úrokových sazeb na tzv. technickou nulu, kdy případné další potřebné uvolnění měnové politiky lze docílit oslabením kurzu koruny.

(Měnověpolitické nástroje, 2016)

3 Metodika

Hlavním cílem diplomové práce je popsat a vyhodnotit, které měnověpolitické nástroje používají centrální banky k zásahům na finančních trzích. Dalším úkolem je analýza devizových intervencí ČNB a jejich dopad na hospodářství České republiky.

V diplomové práci jsou použity metody pozorování, sběru a hodnocení dat. Teoretická část práce byla napsána za pomoci odborné literatury týkající se daného tématu. Kapitoly se věnují vysvětlení základních pojmů a definic.

Praktická část práce byla vypracovaná na základě sběru dat, statistické analýzy, vlastního pozorování a hodnocení. Pro účely diplomové práce byla použita veřejně dostupná data ČNB a ČSÚ.

Pro statistickou analýzu časových řad byly vybrány následující statistické ukazatele:

- Aritmetický průměr

Aritmetický průměr je obvyklá hodnota ze souboru mnoha hodnot. Je zjišťován jako součet hodnot, který je poté dělený jejich počtem.

$$\bar{x} = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n} x_i$$

Aritmetický průměr byl vypočten v počítačovém programu pomocí funkce „PRŮMĚR“.

- Výběrová směrodatná odchylka

Výběrová směrodatná odchylka je odmocninou výběrového rozptylu. Rozptyl lze definovat jako aritmetický průměr čtverců odchylek jednotlivých hodnot znaku od aritmetického průměru.

Výběrový rozptyl:

$$s^2 = \frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(x_i - \bar{x})^2$$

Výběrová směrodatná odchylka:

$$s = \sqrt{\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(x_i - \bar{x})^2}$$

Výběrová směrodatná odchylka byla vypočtena v počítačovém programu pomocí funkce „SMODCH.VYBER“.

- Minimum

Minimum je takový bod funkce, který ve svém okolí nabývá nejmenší hodnoty. V počítačovém programu bylo minimum vypočteno pomocí funkce „MIN“.

- Maximum

Maximum je takový bod funkce, který ve svém okolí nabývá největší hodnoty. V počítačovém programu bylo maximum vypočteno pomocí funkce „MAX“.

- Variační rozpětí

Variační rozpětí vyjadřuje míru variability statistického souboru a je značeno velkým písmenem R. Variační rozpětí je vypočteno jako rozdíl mezi největší a nejmenší hodnotou kvantitativního znaku.

$$R = x_{max} - x_{min}$$

Variační rozpětí bylo v počítačovém programu vypočteno rozdílem funkcí „MAX“ a „MIN“.

Po provedení statistické analýzy byla všechna data vyhodnocena a patřičně okomentována.

V závěrečné části práce jsou shrnuty veškeré poznatky týkající se nekonvenčních politik centrálních bank a dále je zhodnocen dopad provedených bankovních intervencí na ekonomiku České republiky.

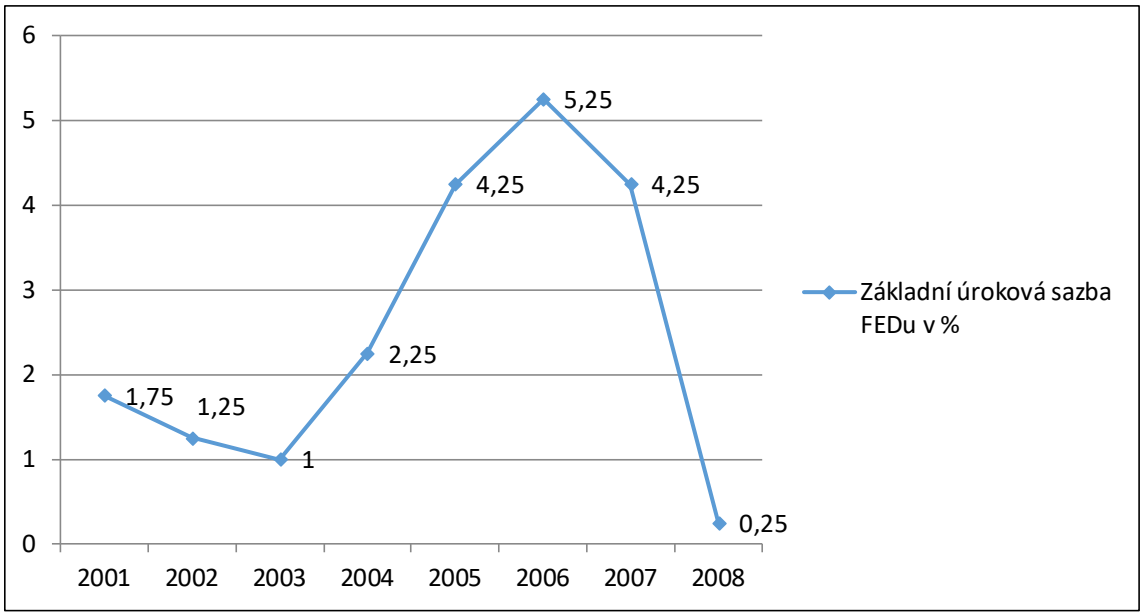
4 Praktická část

4.1 Světová hospodářská krize v roce 2007

Poslední hospodářskou krizi, která ovlivnila dění v ekonomikách po celém světě, odstartovaly problémy na hypotečním trhu ve Spojených státech amerických.

Je důležité zmínit, že tato hypoteční krize má své historické kořeny již v dobách, kdy došlo k pádu nadhodnocených technologických akcií – v průběhu 90. let byly investovány miliardy dolarů do internetových sítí, serverů, programování webových aplikací, apod. Jednalo se o tzv. boom informačních technologií. Poté, co technologická bublina praskla, musela být řada investic odepsána, některé firmy procházely restrukturalizací a jiné bankrotovaly, což se projevilo ve snižování počtu zaměstnanců. Spotřeba domácností klesala, byly omezeny investice. Všechny tyto faktory měly negativní dopad na vývoj domácí poptávky a hrubého domácího produktu. Americká centrální banka FED zareagovala na krizovou situaci uvolňováním měnové politiky, kdy postupně snížila úrokovou sazbu na její historické minimum 1%. Samotná výše úrokových sazeb nebyla pro americkou ekonomiku problémem. Stala se jím však skutečnost, že úrokové sazby zůstaly na takovéto minimální úrovni po dobu 4 let. Tento fakt lze považovat za jeden ze základních faktorů vedoucích ke vzniku hypoteční bubliny na americkém hypotečním trhu. (Lungová, 2010)

Graf 1: Základní úroková sazba americké centrální banky FED



(Zdroj: US Federal Reserve, vlastní zpracování)

Kolaps hypotečního trhu postupně přerostl v globální krizi. Hlavní příčinou otřesů amerického hypotečního trhu byly nesplácené hypotéky (bankéři poskytovali hypotéky za vyšší úrokové sazby i rizikovým klientům se špatnou úvěrovou minulostí).

Ve Spojených státech amerických vzrostla v roce 2006 konfiskace zadlužených obytných domů na rekordní úroveň a prodej domů nových se snížil o 17,3 %, což znamenalo vůbec první pokles za posledních šest let. Počet nesplácených a předčasně ukončených hypoték pak na jaře 2007 dosáhl nového rekordu, jehož výsledkem byl krach několik desítek poskytovatelů úvěrů.

Krize hypotečních ústavů způsobila propad amerických akcií na burze. Panovaly zde obavy, že by tyto problémy mohly mít negativní vliv na finanční sektor a celou ekonomiku. Důvodem těchto zcela oprávněných obav byla skutečnost, že trh amerických hypoték je díky převádění hypotečních úvěrů na obchodovatelné cenné papíry úzce propojen s finančními trhy ve Spojených státech amerických i v dalších zemích.

Vlivem těchto okolností zmrazila v srpnu 2007 největší francouzská veřejně obchodovatelná banka BNP Paribas výběry hotovosti ze tří svých investičních fondů. Svůj počin zdůvodnila krizí v sektoru hypoték ve Spojených státech amerických a krizi tak přivedla i do Evropy.

Firmy, jež obchodovaly se strukturovanými dluhopisy souvisejícími s hypotékami, musely jejich hodnotu odepsat ze svého účetnictví a dostaly se tak do finančních problémů. Růst úroků na evropském peněžním trhu a propad akcií i cen komodit následoval posléze.

Centrální banky jako lék proti krizi nejprve použily krátkodobé úvěry, ale zlepšení situace bylo jen dočasné. Na konci roku 2007 už prestižní banky hlásily těžké ztráty a jejich nejvyšší představitelé rezignovali.

Klíčovým okamžikem plného propuknutí krize byl pád americké investiční banky Lehman Brothers. Následovala vlna akvizic, rekordních bankrotů, znárodňování finančních institucí nejen ve Spojených státech amerických. Světové akciové trhy se propadaly. Řada zemí zaznamenala propady hospodářského růstu a nezaměstnanosti. Krize se šířila do dalších a dalších odvětví ekonomiky a mnohé země byly nuceny žádat Mezinárodní měnový fond o pomocné úvěry.

Centrální banky států se začaly uchylovat také k použití nekonvenčních nástrojů měnové politiky, aby krizi utlumily a ekonomiku oživily. (ČT24, 2009)

4.2 Nekonvenční politiky centrálních bank

Centrální banky vstoupily propuknutím hospodářské krize do nové etapy své praktické činnosti. Před krizí byly hlavními nástroji centrálních bank měnové agregáty a úrokové sazby (zejména krátkodobé) – kurzy měn se v podstatě přizpůsobovaly nastavení těchto hlavních nástrojů. Po vypuknutí krize však centrální banky velmi rychle vyčerpaly možnost využívat standardní nástroje, jelikož úrokové sazby klesly velice rychle do nulového pásma (tzv. zero lower band) a ani měnové agregáty nebyly příliš použitelné k řešení krizové situace. Centrální banky tedy byly nuceny uchýlit se k nekonvenčním nástrojům.

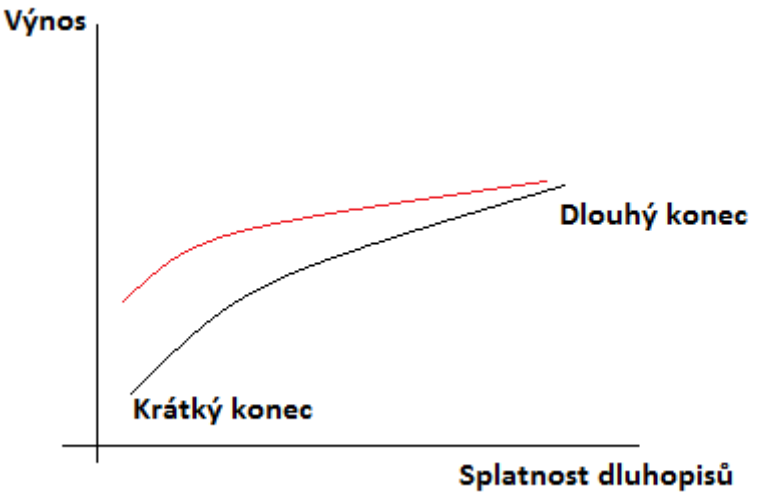
Cílem nekonvenčních politik bylo zpočátku obnovit krizí narušený transmisní mechanismus a později podpořit a zvýšit inflaci, tedy bránit deflaci.

Centrální banky se snažily dodávat likviditu do finančních systémů. Úzká místa likvidity byla způsobená absolutní nedůvěrou partnerů. K té došlo z důvodu neočekávaných krachů finančních subjektů (poskytovatelů finančních transakcí). V ten moment si přestali ostatní účastníci systému navzájem důvěřovat a došlo k jeho určitému zamrznutí.

Centrální banky dodávaly likviditu různými formami – jednou z nich byly nákupy aktiv od soukromých institucí tak, aby byla nelikvidní aktiva přeměněna do likvidních. Posléze bylo nutné podpořit velmi ochablou ekonomickou aktivitu, a to například prostřednictvím nákupů vládních dluhopisů nebo vyhlašováním různých závazků typu forward guidance – tzn., centrální banka se zaváže k udržování určité hladiny úrokových sazeb, kurzu nebo míry nákupu aktiv do té doby, než se naplní specificky definované podmínky.

Prostředkem, jak dosáhnout stanovených cílů, bylo snížit úrokové sazby na dlouhém konci výnosové křivky. Výnosová křivka má svůj přirozený skon a v době krizových momentů docházelo k jejímu prudkému naklonění, což bylo nepoměrné k jiným makroekonomickým ukazatelům. Prudký sklon křivky má také negativní vliv na dlouhodobé investice. Centrální banka, která není pod tlakem komerčních závazků, proto nákupem dlouhodobých aktiv do jisté míry uměle snižovala ceny, jinak řečeno výnosy na dlouhém konci křivky.

Obrázek 6: Výnosová křivka



(Zdroj: vlastní zpracování)

4.2.1 Spojené státy americké

Spojené státy americké zaznamenaly ve velmi krátkém období dramatický pokles inflace – z 5,5 % do záporných hodnot. Americká centrální banka FED zareagovala snížením své úrokové sazby na 0 %, poté dokonce -0,25 %. Tuto hodnotu se jí podařilo udržet až do 17. prosince roku 2015. Teprve koncem roku 2016 zvýšila úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu.

Americká centrální banka FED byla nejaktivnější centrální bankou v oblasti nekonvenčních měnových nástrojů. Jednalo se zejména o nákup aktiv na finančním trhu.

Smyslem nákupů bylo dodání likvidity a ovlivnění výnosové křivky přirozeně stoupajícím směrem. Dalším důvodem užití nekonvenčních měnových nástrojů bylo přispět k určitému oživení ekonomické aktivit, stabilizovat ceny a cílovat nezaměstnanost. Celkový objem nákupů dosáhl zhruba 21 % HDP Spojených států amerických. Nákupy byly ukončeny zvýšením úrokových sazeb v roce 2015.

Graf 2: Vývoj inflace Spojených států amerických v letech 2008 až 2017

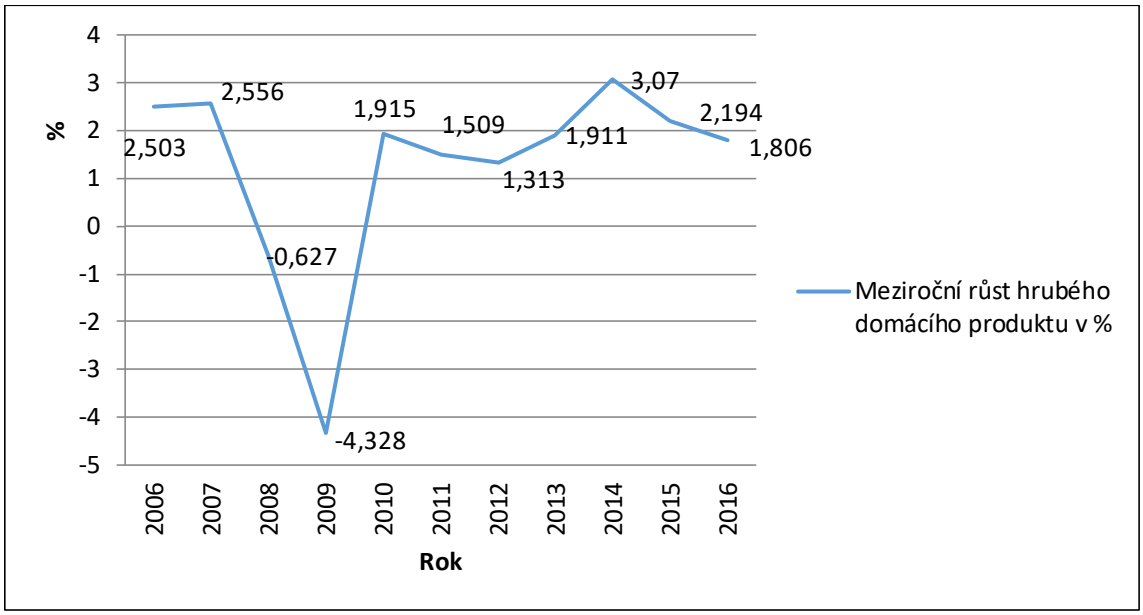
(Zdroj: tradingeconomics.com, vlastní zpracování)

4.2.2 Velká Británie

Situace ve Velké Británii měla podobný scénář jako ve Spojených státech amerických. The Bank of England snížila úrokovou sazbu na 0,5 % z důvodu poklesu inflace v březnu 2009. Na této úrovni ji ponechala i přes fakt, že inflace byla několik let nad svým inflačním cílem. Zásah byl ukončen na začátku srpna roku 2016, kdy The Bank of England zvedla úrokovou sazbu na 0,25 %.

Nekonvenční měnovou politikou, kterou The Bank of England použila, byly nákupy aktiv za účelem dodání likvidity a snižování dlouhodobých úrokových sazeb. Dále podporovala program na poskytování půjček domácnostem a podnikům.

Graf 3: Vývoj hrubého domácího produktu Velké Británie v letech 2006 až 2016



(Zdroj: worldbank.org, vlastní zpracování)

4.2.3 Eurozóna

Vývoj v Eurozóně nebyl tak přímočarý jako například ve Velké Británii či Spojených státech amerických. Eurozóna se sice také v letech 2008 a 2009 uchýlila ke snížení úrokových sazeb, avšak v roce 2011 je opět zvýšila. Důvodem navýšení bylo nabytí dojmu, že došlo k inflačnímu oživení. Ovšem, jednalo se o mylnou domněnku. Eurozóna poté nastoupila velmi razantní směr uvolňování své měnové politiky, který trvá dodnes.

Evropská centrální banka nastavila koncem roku 2015 základní úrokové sazby na nulovou úroveň. Současně s tímto opatřením nakupuje také aktiva v programu kvantitativního uvolňování (nákupy dluhopisů – zejména státních nebo veřejných institucí). Nárůst objemu aktiv činil koncem roku 2016 v poměru k HDP 32 %.

K uvolňování měnových podmínek docházelo v Eurozóně prostřednictvím nekonvenčních měnových politik přímo (snižování úrokových sazeb a zvyšování likvidity) i nepřímo (znehodnocením eura – vedlejším efektem nekonvenčních opatření bylo znehodnocování eura vůči dolaru).

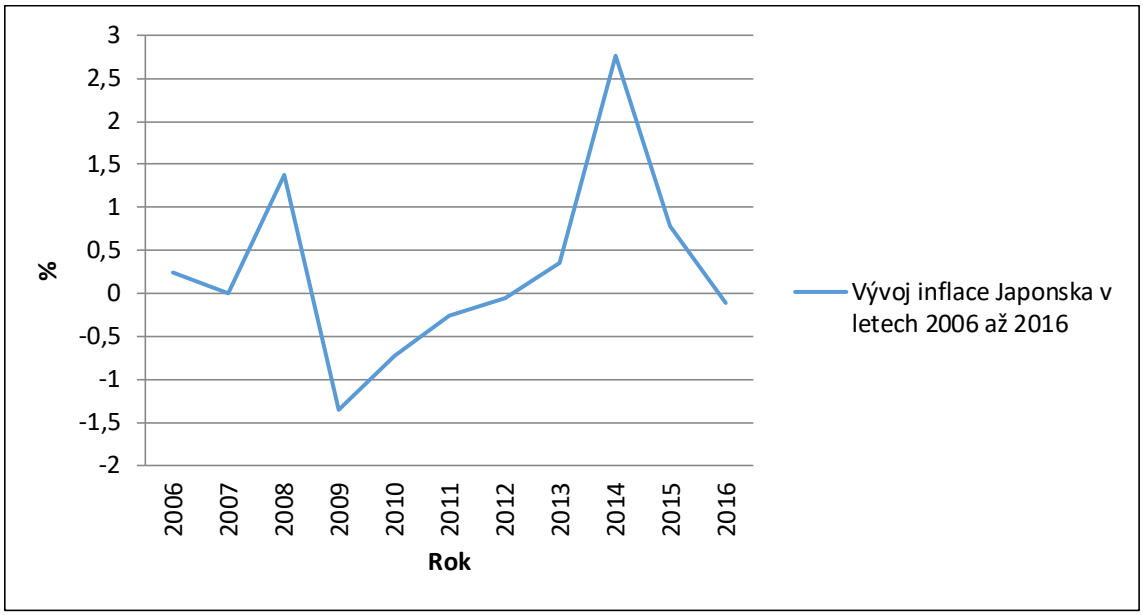
Graf 4: Vývoj základních úrokových sazeb Eurozóny v letech 2008 až 2017

(Zdroj: tradingeconomics.com, vlastní zpracování)

4.2.4 Japonsko

Japonská centrální banka dlouhodobě bojuje s desinflačním nebo deflačním prostředím. Boj ovšem není příliš úspěšný. Centrální banka se uchýlila k použití standardních měnových nástrojů – nejprve snížila úrokové sazby na nulu a následně i do záporného pásma. Uplatňuje taktéž politiku nákupů aktiv. Je považována za průkopníka nekonvenčních politik.

Graf 5: Vývoj inflace Japonska v % v letech 2006 až 2016



(Zdroj: worldbank.org, vlastní zpracování)

4.2.5 Švýcarsko

Švýcarsko zaznamenalo výrazný pokles inflace a přechod do deflace. Švýcarská centrální banka SNB snížila v srpnu 2011 úrokovou sazbu na 0 % a po upuštění svého kurzového závazku reagovala zavedením silně záporných základních úrokových sazeb.

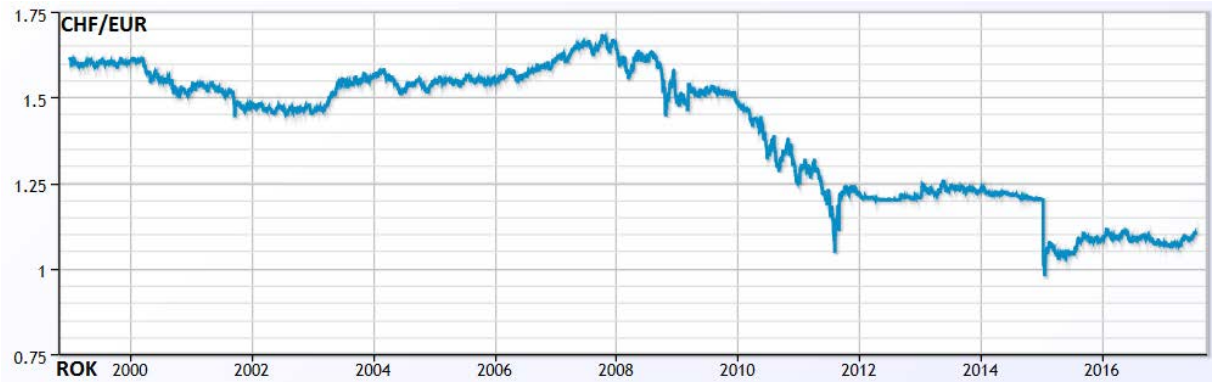
Švýcarský frank je specifickou měnou. Je to jedna z rezervních světových měn a v dobách nejistých slouží jako tzv. „bezpečný přístav“. Investoři mají ve zvyku se ve švýcarském franku za nejistoty posilovat, což vytváří pro centrální banku poměrně náročnou situaci.

Jak již bylo zmíněno, Švýcarsko po jistou dobu řešilo svůj problém také stanovením minimální výše kurzu. Kurzový závazek byl držen na 1,20 franku za euro. Švýcarské centrální bance se tak podařilo stabilizovat inflaci na kladných hodnotách a oživit reálnou ekonomiku.

Tento krok nicméně přinesl obrovský nárůst devizových rezerv centrální banky, což se ukázalo zřejmě i jako klíčový moment, aby banka režim opustila. Po upuštění od závazku došlo k prudkému posílení franku.

Jednalo se o skokové posílení, téměř o 30 %, posléze došlo k ustálení okolo 10 %. Švýcarská centrální banka nalezla řešení v silně záporných úrokových sazbách a tento model používá dodnes. Dopady modelu v dalších kruzích finančního systému a zejména v oblasti finanční stability ovšem v současnosti nejsou známé.

Graf 6: Vývoj švýcarského franku vůči euru v letech 2000 až 2017



(Zdroj: kurzy.cz, vlastní zpracování)

4.2.6 Zhodnocení nekonvenčních politik centrálních bank

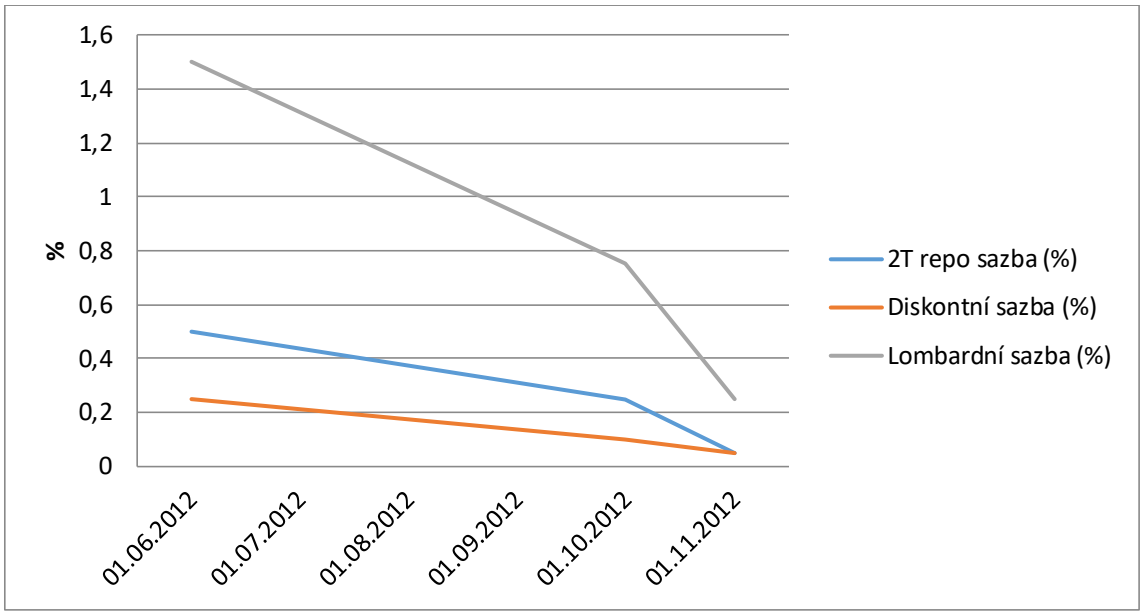
Nekonvenční politiky splnily s různou mírou úspěšnosti své poslání, které uložily na začátku: zabránily kolapsu finančních systémů ve svých zemích, dodaly potřebnou likviditu, zajistily pokračování finančního zprostředkování a také to, že nedošlo k nadměrnému nárůstu sazeb na dlouhém konci výnosové křivky (tím zprostředkovaně přispěly k posílení a oživení svých ekonomik).

Princip nekonvenčních politik – bez ohledu na formy, které se v jednotlivých státech liší – je podobný. Cílem je dosáhnout nějakého vývoje kurzu, jenž působí na inflaci a hospodářský růst. Buď je cíle dosahováno přímo přes kurzové závazky (Švýcarsko, Česká republika), nebo nepřímo kvantitativním uvolňováním (Británie, USA). V dnešní době jsou také hojně používány výrazně záporné úrokové sazby (Dánsko, Švédsko, Švýcarsko). (Rusnok, 2016)

4.3 Měnová politika v ČR od konce roku 2012

Základní úrokové sazby ČNB klesly na technickou nulu (0,05 %) na podzim roku 2012. Nulové úrovně dosáhly dříve než sazby Evropské centrální banky.

Graf 7: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB v roce 2012



(Zdroj: ČNB, vlastní zpracování)

Ukázalo se však, že toto opatření není dostatečné a ekonomika vyžaduje další uvolnění měnových podmínek, jelikož se stále objevovaly jasné signály přechodu do deflace. Ekonomický výkon byl záporný nebo stagnoval. Česká ekonomika vykazovala rostoucí a trvale rigidní nezaměstnanost, také další makroekonomické ukazatele se zhoršovaly.

ČNB tedy stála před rozhodnutím, jaké měnové nástroje k dalšímu uvolnění použít. Bankovní rada vyhodnotila, že záporné úrokové sazby nejsou pro ekonomiku České republiky příliš vhodné. Jelikož se v průběhu roku 2013 negativní trend české ekonomiky stále prohluboval, ČNB se rozhodla řešit situaci využitím kurzu jako dalšího nástroje pro uvolnění měnových podmínek. Pro malou otevřenou ekonomiku se kurz předpokládal jako nejvhodnější a velice účinný nástroj.

Technické provedení kurzového závazku spočívá v intervencích, jež jsou prováděny na trhu, na kterém kurz koruny tvoří. ČNB zahájila devizové intervence k 7. 11. 2013.

Počáteční oslabení kurzu o 5 % bylo podloženo masivními intervencemi v hodnotě 7,5 miliard eur. Poté následovalo dlouhé období, kdy intervence neprobíhaly – tzn., nebylo potřeba, aby probíhaly, jelikož se jedná o jednostranný závazek, který říká, že ČNB neumožní posílení koruny pod hladinu 27 Kč za euro.

Graf 8: Vývoj kurzu koruny vůči euru v letech 2013 až 2017

(Zdroj: XE.com, vlastní zpracování)

4.3.1 Kurzový závazek po listopadu 2013

ČNB opakovaně prodloužila platnost kurzového závazku. Změny platnosti závazku byly vyvolané tím, jak se měnila prognóza inflace. Důvodem jejího snižování a také snižování reálné inflace bylo, že domácí inflační tlaky vyvolané přirozeným vývojem ekonomiky (od roku 2014 jejím obnoveným růstem) byly příliš nedostatečné na to, aby přetlačily silný a neustávající deflační tlak přicházející ze zahraničí v podobě trvale klesajících dovozních cen průmyslových výrobců.

Hluboký pokles dovozních cen byl primárně vyvolán zejména nabídkovým pozitivním šokem na straně cen komodit (zejména ropy a posléze dalších výrobků, které jsou na ni nějakým způsobem navázány) a také tím, že efektivní klíčová zóna pro českou ekonomiku (vážená Eurozóna) byla trvale v deflační situaci z hlediska cen výrobců, které jsou pro Českou republiku klíčovým ekonomickým vstupem. Inflace České republiky se tedy nikdy nepropadla příliš nízko (kromě zcela nepatrného měsíčního výkyvu), ale také nesledovala původně odhadované křivky svého návratu k inflačnímu cíli 2 %. Centrální banka tak neustále odkládala návrat do běžného měnového režimu řízeného úrokovými sazbami.

4.3.2 Upuštění od kurzového závazku

ČNB na zasedáních bankovní rady konstatovala, že k opuštění kurzového závazku dojde v momentě, kdy budou vytvořeny podmínky pro udržitelné plnění inflačního cíle 2 %, který je považován za cenovou stabilitu (hodnota 2 % platí ze statistických a jiných věcných důvodů). Bankovní rada dle prognóz předpovídala, že k opuštění závazku dojde v průběhu druhého čtvrtletí roku 2017.

Užití záporných úrokových sazeb ČNB nikdy neodmítla a nikdy nevyloučila jejich použití po upuštění od kurzového závazku, aby omezila tlak vznikající z úrokového diferenciálu mezi sazbami České republiky a sazbami klíčových centrálních bank (zejména Evropské centrální banky). Záporné úrokové sazby jsou však nástrojem, kterým by se ČNB raději vyvarovala, jelikož existuje celá řada obav z vedlejších účinků, a to zejména na finanční stabilitu.

4.3.3 Důvody pro a proti posílení koruny po skončení intervencí

Důvody pro posílení koruny po upuštění od kurzového závazku

Jedním z možných důvodů, který může způsobit posílení koruny, ovšem v umírněném tempu, je míra reálné konvergence české ekonomiky k jádru Eurozóny. Jestliže se Česká republika v současné přibližuje svému potenciálu 3 % a jádro Eurozóny roste kolem hodnoty 1,5 %, tak jejich rozdíl ospravedlňuje posilování české koruny v budoucím trendovém vývoji za podmínky, že inflace České republiky bude přibližně stejná, jako inflace Eurozóny, se kterou se porovnává.

Důvody proti výraznému posílení koruny po upuštění od kurzového závazku

Dle mezinárodních studií byla česká koruna před zavedením závazku mírně nadhodnocená (studie od Deutsche bank, IMF). Kurzy měn přibližně stejných ekonomik (Polska, Maďarska) oslabily v období od začátku krize do roku 2013 výrazně více než česká koruna i přesto, že výsledky české ekonomiky byly v porovnání např. s Polskem výrazně horší. Prostor pro dramatické posílení koruny by zde byl tedy pouze v případě, kdy by se kurz české koruny navracel k hypotetickému rovnovážnému kurzu. ČNB nemá však informace o tom, jakou hodnotu nabývá hypotetický rovnovážný kurz.

Dalším důvodem, který stojí proti dramatickému posílení české koruny je fakt, že proces reálného rovnovážného zhodnocování je pomalejší než v období před krizí.

O posílení české koruny polemizovala také úvaha o tzv. neexistenci protistrany. Česká ekonomika před koncem kurzového závazku zaznamenala příliv eur, který byl z části spekulativní. Tato spekulativní část počítala s budoucím posílením koruny. ČNB od zahraničních investorů nakupovala za stávající kurz eura a investoři ukládali získané koruny za nulový či záporný výnos v bankách (v dnešní době banky velkým vkladatelům účtují v určitých obdobích spíše záporný výnos), nebo za ně nakupovali české státní dluhopisy se záporným výnosem. Strategie nákupu státních dluhopisů byla založena na víře investorů, že dojde k brzkému opuštění závazku, koruna posílí a oni jejím prodejem vydělají i přes ztrátu, kterou dočasně utrpěli z dluhopisu. Otázkou bylo, kdo bude ochoten investorům eura za nový kurz prodat.

První možností byli exportéři, ti by však prodejem eur prodělali a druhou byla ČNB, která ovšem nemusí realizovat žádný zisk, tudíž není povinna eura odprodávat (ČNB neměla zájem na velké spekulativní volatilitě a byla připravena ji tlumit). Existence chybějící protistrany tedy může způsobit k oslabení koruny v důsledku přetlaku korun a nedostatku eur na trhu. (Rusnok, 2016)

4.3.4 Analýza hlavních makroekonomických indikátorů ČR

Pro analýzu hlavních makroekonomických indikátorů ČR byla použita a komentována data ČSÚ.

4.3.4.1 HDP České republiky

HDP České republiky od roku 2000 do roku 2008 rostl, v roce 2009 však došlo k jeho propadu o 93,7 mld. Kč. Jeho opětovný růst zaznamenala Česká republika o rok později, kdy se ve srovnání s krizovým rokem HDP reálně zvýšil o 2,2 %. V roce 2011 ovšem česká ekonomika začala znovu zpomalovat. Pokles tempa byl pozvolný, podobně jako v ekonomice Evropské unie.

Roky 2012 a 2013 poznamenaly českou ekonomiku recesí. V obou letech činil reálný meziroční pokles HDP 0,9 %.

V roce 2013 se na poklesu HDP podílely všechny významné složky poptávky (investice, spotřeba domácností, zahraniční obchod) s výjimkou výdajů na konečnou spotřebu vládních institucí. Růst HDP v posledním čtvrtletí roku 2013 (o 1,9 % v mezikvartálním srovnání) byl ovlivněn zejména značným nárůstem salda daní z produktů a dotací na produkty, teprve až v druhé řadě jej způsoboval skutečný nárůst výkonnosti české ekonomiky.

V posledním čtvrtletí roku 2013 velmi výrazně narostl objem nových investic v ekonomice, ty byly směřovány především do strojů, zařízení nebo dopravních prostředků. Pozitivní očekávání firem ohledně budoucího ekonomického vývoje deklaroval i vývoj zásob české ekonomiky. Zahraniční obchod v tomto období začal růst rychleji než dovoz a pozitivně tak ovlivňoval HDP České republiky.

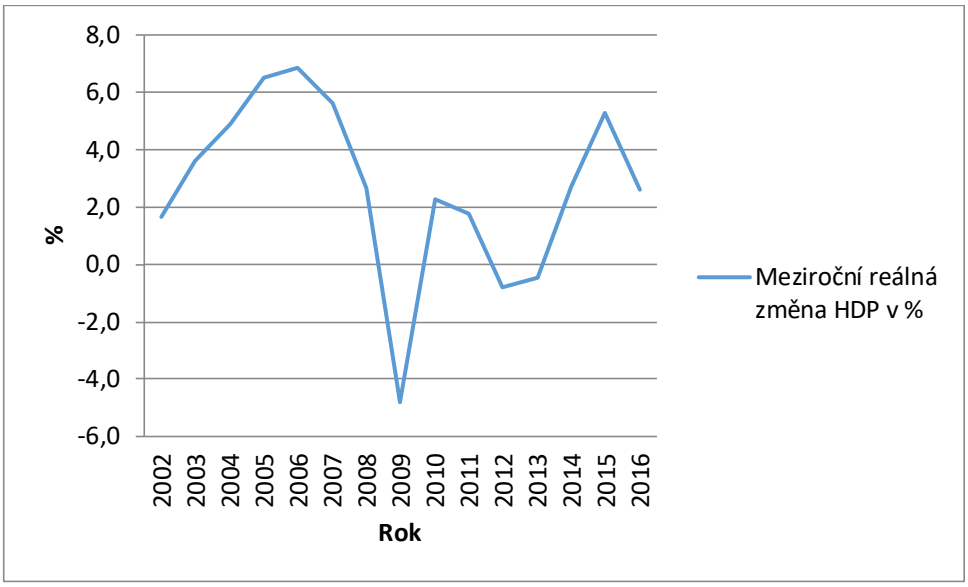
Oživení české ekonomiky pokračovalo i v roce 2014, avšak meziročně již tempo růstu HDP v trendu sláblo.

Rok 2015 byl pro Českou republiku výjimečný. Nízké ceny ropy a zrychlené čerpání peněz z fondů EU – to celé ve spojení s uvolněnou měnovou a fiskální politikou – dopomohly k růstu HDP o 4,3 %. Ekonomice se v tomto roce dařilo nejvíce za posledních osm let. V závěru roku však došlo k mírnému zpomalení ekonomiky.

V roce 2016 rostla česká ekonomika ve srovnání s předchozím rokem jen polovičním tempem. Meziroční růst HDP byl po celý rok tažen zejména výdaji na konečnou spotřebu domácností.

V prvním čtvrtletí roku 2017 došlo k opětovnému zrychlení růstu české ekonomiky. HDP v tomto období meziročně vzrostlo o 2,9 %. Hlavním důvodem oživení růstu byly především nadprůměrné výsledky zahraničního obchodu. Česká ekonomika těžila především z vývoje v Evropě. Pokračoval růst spotřeby domácností a po stagnaci v předchozím roce opět vzrostly výdaje na spotřebu vládních institucí. Meziroční dynamika HDP byla tlumena meziročním poklesem výdajů na tvorbu hrubého fixního kapitálu. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 9: Meziroční reálná změna HDP v %



(Zdroj: ČNB, vlastní zpracování)

Tabulka 1: Analýza HDP v mld. Kč, běžné ceny

Výpočty/ Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	3 066,4	3 958,2	4 368,2
Směrodatná odchylka	336,3	78,7	311,0
Minimum	2 681,6	3 840,1	4 059,9
Maximum	3 512,8	4 033,8	4 773,2
Variační rozpětí	831,2	193,6	713,3

(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Roční HDP se v letech 2002 až 2006 průměrně pohyboval kolem hodnoty 3066,4 mld. Kč, v druhém pětiletí dosáhl průměrné hodnoty téměř 4 mld. Kč za rok a ve třetím pětiletí tuto hranici viditelně překročil.

Prostřednictvím výběrové směrodatné odchylky lze konstatovat, že k nejnižšímu rozdílu ve změně hodnoty HDP mezi jednotlivými roky došlo v období od roku 2007 do roku 2011. Variační rozpětí v období 2012 až 2016 jen dokládá propad a opětovné nastartování české ekonomiky.

4.3.4.2 Nezaměstnanost

Tabulka 2: Analýza obecné míry nezaměstnanosti v %

Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	7,7	6,1	5,8
Směrodatná odchylka	0,5	1,2	1,3
Minimum	7,1	4,4	4,0
Maximum	8,3	7,3	7,0
Variační rozpětí	1,2	2,9	3,0

(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Obecná míra nezaměstnanosti byla nejvyšší v prvním pětiletí, kdy v průměru každý rok dosáhla hranice 7,7 %.

Variabilní směrodatné odchylky jsou v období 2007 – 2011 a 2012 – 2016 téměř srovnatelné, ovšem v posledním pětiletí se obecná míra nezaměstnanosti snížila 0,4 %. Variační rozpětí taktéž dokládá zvyšující se zaměstnanost obyvatel České republiky.

Na konci roku 2010 česká ekonomika poprvé po téměř dvou letech zaznamenala meziroční růst zaměstnanosti. V průběhu tohoto roku přibývaly počty podnikajících, kteří značnou mírou přispěli k vylepšení tohoto ukazatele. Počty zaměstnanců byly ovšem oproti vývoji celkové zaměstnanosti meziročně podstatně níže a rozdíl činil ve srovnání s rokem 2009 více než devadesát tisíc osob. V roce 2011 český trh práce ožil jen nepatrně.

V roce 2012 charakterizovalo situaci na trhu práce několik protichůdných jevů. Přestože se ekonomika nacházela dle vývoje HDP v recesi, tak míra nezaměstnanosti již několik čtvrtletí za sebou plynule rostla. Dále narůstal počet registrovaných obyvatel bez práce a zvyšovala se míra nezaměstnanosti. Vysvětlením těchto – na první pohled protichůdných – jevů je využívání jiných typů pracovních příležitostí než těch, které jsou dané zaměstnaneckým poměrem nebo podnikáním. Růst celkové zaměstnanosti během roku 2012 zrychloval, byl tažen především zlepšením zaměstnanosti v průmyslu. V tomto období naopak zaznamenala pozvolný pokles zaměstnanost v obchodu, dopravě nebo ubytování a pohostinství.

Trh práce dle počtu zaměstnaných osob posílil v roce 2013 nejvíce za posledních pět let. Meziroční přírůstek zaměstnaných o 0,9 % však nebyl ani poloviční oproti průměru let 2005 až 2008, kdy činil 2 %.

Období let 2014 a 2015 je pro českou ekonomiku charakteristické rostoucím tempem zaměstnanosti. Svižný růst ekonomiky se promítal do sílících temp celkové zaměstnanosti a v pozici zaměstnaných bylo na konci roku 2015 (společně s rokem 2008) nejvíce v historii samostatné České republiky. Zatímco v roce 2014 byl přírůstek zaměstnanosti realizován především ve zpracovatelském průmyslu, v roce 2015 začaly ve větší míře generovat pracovní místa i služby (především obchod, doprava, ubytování, pohostinství).

V roce 2016 se situace na trhu práce i nadále zlepšovala. Pokračující ekonomický růst generoval nová pracovní místa a oproti roku 2015 pracovalo o 1,8 % lidí více.

V prvním čtvrtletí roku 2017 i nadále pokračoval svižný růst zaměstnanosti, který byl doprovázený další redukcí stavu nezaměstnaných. Obecná míra nezaměstnanosti nadále klesala a v březnu roku 2017 dosáhla dle sezónně očištěných údajů 3,4 %. Nezaměstnanost byla rekordně nízká nejen v historii České republiky, ale také v kontextu všech zemí Evropské unie. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

4.3.4.3 Inflace

Tabulka 3: Meziroční průměrná změna míry inflace v %

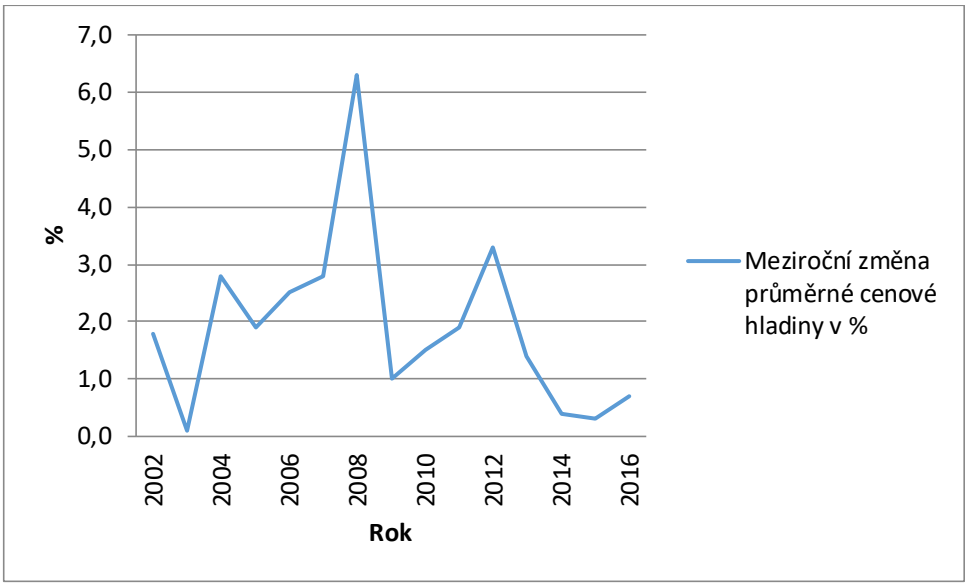
Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	1,8	2,7	1,2
Směrodatná odchylka	1,0	2,1	1,2
Minimum	0,1	1,0	0,3
Maximum	2,8	6,3	3,3
Variační rozpětí	2,7	5,3	3,0

(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Na základě aritmetického průměru lze konstatovat, že se průměrná cenová hladina meziročně nejvíce měnila v období let 2007 až 2011, kdy v průměru každý rok dosáhla hodnoty 2,7 %. K tomuto faktu přispěla zejména roční procentní změna průměrné cenové hladiny v roce 2008, která činila 6,3 %. Nejnižší procentní změnu 0,1% naopak zaznamenala Česká republika v roce 2004. Směrodatná odchylka a variační rozpětí tyto závěry potvrzují.

V posledním pětiletí měla meziroční změna průměrné cenové hladiny rostoucí trend, který měl však tendenci mezi lety 2012 až 2015 zpomalovat. V roce 2016 došlo k jeho opětovnému nastartování, což je patrné z následujícího grafu.

Graf 10: Meziroční změna průměrné cenové hladiny v %



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Pohyb cen v roce 2010 (stejně jako trh práce, jen v menší míře) odrážel cyklický vývoj ekonomiky. K výraznějšímu růstu cen došlo v posledním čtvrtletí tohoto roku, kdy rostly ceny zejména zemědělských a průmyslových výrobců (tento nárůst způsoby prudký růst cen komodit na světových trzích, který byl ovlivněný jednak rostoucí poptávkou v globálním oživení, ale také spekulativními a geopolitickými důvody).

Rok 2011 je charakteristický snížením úhrnné cenové hladiny. Nepříznivý vývoj cen v zahraničním obchodě způsobil pokles úhrnné cenové hladiny meziročně o 0,7% (a to i navzdory výraznému růstu výrobních cen v průmyslu a zemědělství).

Spotřebitelská inflace v roce 2012 stoupla o 3,3 %, a to vlivem růstu cen potravin a nákladů na bydlení. Ceny průmyslových výrobců a tržních služeb byly ovlivněny hospodářským poklesem. Nepříznivý vliv směnných relací se však zmírnil.

V roce 2013 přispěl deflační charakter dovozů (zejména pokles cen energií) a také slabá domácí poptávka ke snížení tempa růstu cen v celé ekonomice. Měnová intervence ČNB však v listopadu téhož roku prakticky ihned zapůsobila na růst cen zboží obchodovaného na tuzemském trhu v eurech. Na cenách v zahraničním obchodě se projevila významnějším zvýšením cen vývozu než dovozu, a to podpořilo konkurenceschopnost exportérů, což vedlo ke zvýšení hodnoty čistého exportu.

Celková cenová hladina v letech 2014 a 2015 rostla, a to z především z důvodu příznivého vývoje cen v zahraničním obchodě se zbožím. V obou těchto letech však klesaly ceny v průmyslu.

Rok 2016 byl ovlivněn poklesem cen ropy na přelomu let 2015 a 2016. Tento pokles se promítl jak do cen spotřebitelských, tak i do cen průmyslových výrobců. Pro spotřebitelské ceny byl určující i vývoj cen potravin, které výrazně klesaly v prvních třech čtvrtletích. Na konci posledního čtvrtletí roku 2016 ceny potravin vzrostly a růst spotřebitelských cen se začal přibližovat 2 %. Výrazně rostly i ceny nemovitostí – nedostatek cenově dostupných bytů i územní nesoulad mezi nabídkou a poptávkou se podepsaly na zrychlení růstu realizovaných cen starších bytů. Polevil pokles cen importovaného zboží a skončilo období importovaných deflačním tlaků.

V prvním čtvrtletí roku 2017 rostla hodnota většiny sledovaných cenových indexů. Na cenovém vývoji se podepsalo především zvýšení cen ropy a zrychlený růst cen potravin. Meziroční růst spotřebitelských cen tak překonal úroveň inflačního cíle. Růst cen nemovitostí i nadále pokračoval. Po třech letech poklesu začaly meziročně růst ceny průmyslových výrobců. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

4.3.4.4 Vývoz a dovoz zboží a služeb

- **Export zboží a služeb**

Tabulka 4: Reálná meziroční změna vývozu zboží a služeb v %

Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	14,5	5,9	4,7
Směrodatná odchylka	10,8	9,6	3,1
Minimum	0,9	-9,8	0,3
Maximum	29,8	14,8	8,6
Variační rozpětí	28,9	24,6	8,4

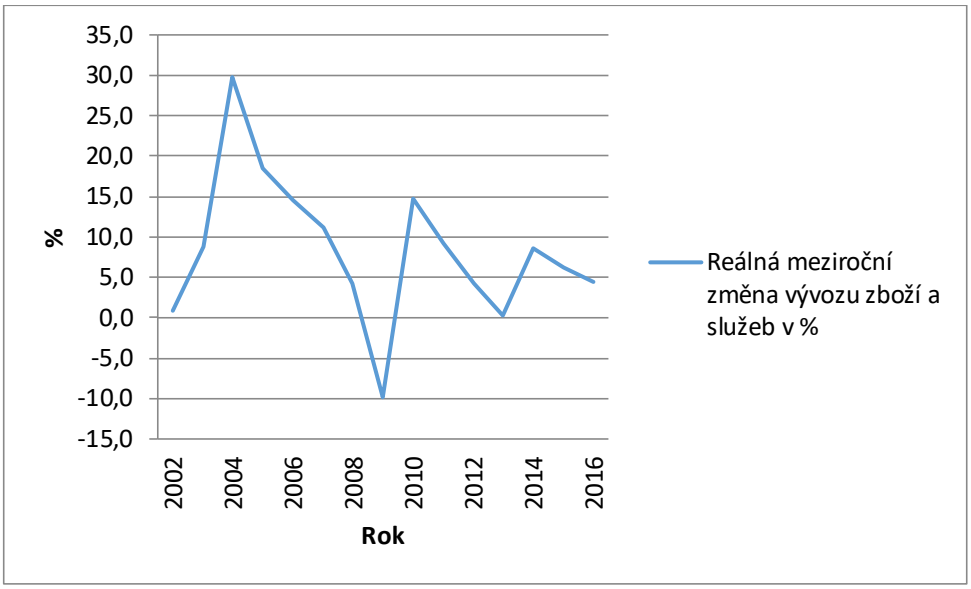
(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Směrodatná odchylka a variační rozpětí naznačují, že se tempo růstu reálné meziroční změny vývozu zboží a služeb potýkalo v období let 2002 až 2006 s velkými výkyvy, kdy nejprve rostlo a poté klesalo. Nejvyšší meziroční reálná změna ve vývozu zboží a služeb byla zaznamenána v roce 2003, kdy meziroční růst činil 29,8 %. Naopak rok 2008 nebyl pro vývoz zboží a služeb příznivý. V roce 2006 činil nárůst ve vývozu zboží a služeb 4,5 %, což je o 1,6 % méně než rok předcházející.

Vývoz zboží z České republiky začal v roce 2013 nabírat na tempu a jeho dynamika významně akcelerovala. Největší růst zaznamenal export dřeva, nábytku, léků nebo nápojů. Z významných exportních položek dále Česká republika tržila z vývozu aut a jejich dílů, či elektrických strojů. Zvětšená dynamika vývozů odpovídala zlepšující se poptávce v zemích Evropské unie a podstatný vliv na export mělo také oslabení koruny. V roce 2014 až 2015 export i nadále rostl, avšak v druhé polovině roku 2016 následovala fáze útlumu.

V prvním čtvrtletí roku 2017 začal český vývoz opět nabírat na tempu a jeho meziroční přírůstek byl nejvyšší od posledního čtvrtletí roku 2014.

Graf 11: Reálná meziroční změna vývozu zboží a služeb v %



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

- **Dovoz zboží a služeb**

Tabulka 5: Meziroční reálná změna dovozu zboží a služeb v %

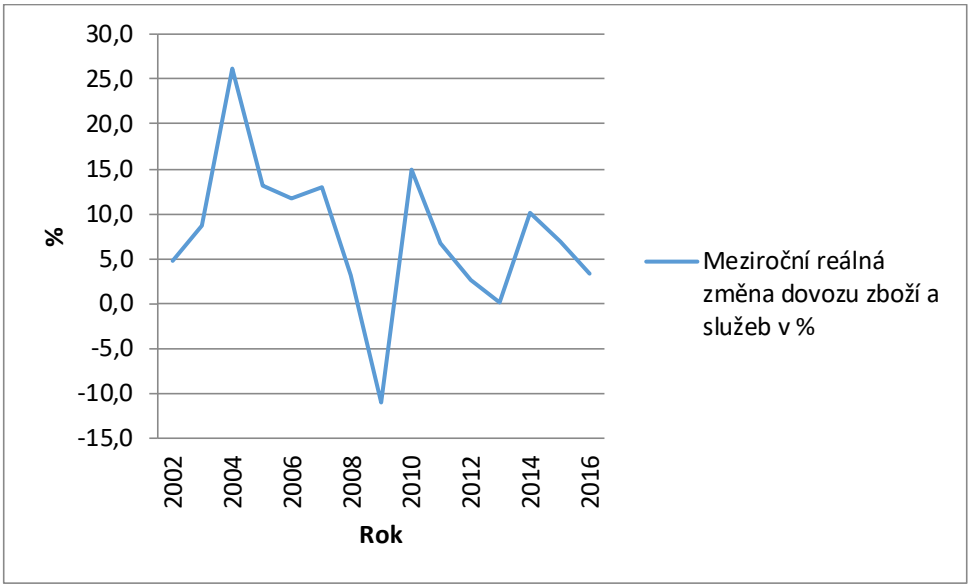
Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	12,9	5,3	4,6
Směrodatná odchylka	8,1	10,3	3,9
Minimum	4,8	-11,0	0,2
Maximum	26,2	14,8	10,0
Variační rozpětí	21,4	25,9	9,9

(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Na základě aritmetického průměru bylo pro Českou republiku, co se týče dovozu zboží a služeb, nejpříznivější období mezi roky 2002 až 2006, kdy v průměru dovoz rostl o 12,9 % ročně. V letech 2007 a 2011 na základě výsledků výběrové směrodatné odchylky a variačního rozpětí došlo v oblasti dovozu zboží a služeb k velkým výkyvům, které byly zapříčiněné zejména meziročním poklesem v roce 2009, a to o -11 %.

Dovoz zboží a služeb do České republiky v prvním čtvrtletí roku 2017 prudce vzrostl. Část tohoto nárůstu lze přisoudit meziročnímu navýšení cen ropy, které se promítají do vyjádření dovozu v běžných cenách. Podobné důvody lze hledat i za výrazným nárůstem hodnoty koksu a rafinovaných ropných výrobků.
(Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 12: Meziroční reálná změna dovozu zboží a služeb v %



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

4.3.4.5 Měnové podmínky

Tabulka 6: Průměr denních nominálních kurzů koruny vůči euru za rok

Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	30,5	25,8	26,6
Směrodatná odchylka	1,5	1,3	1,0
Minimum	28,3	24,6	25,1
Maximum	31,9	27,8	27,5
Variační rozpětí	3,6	3,2	2,4

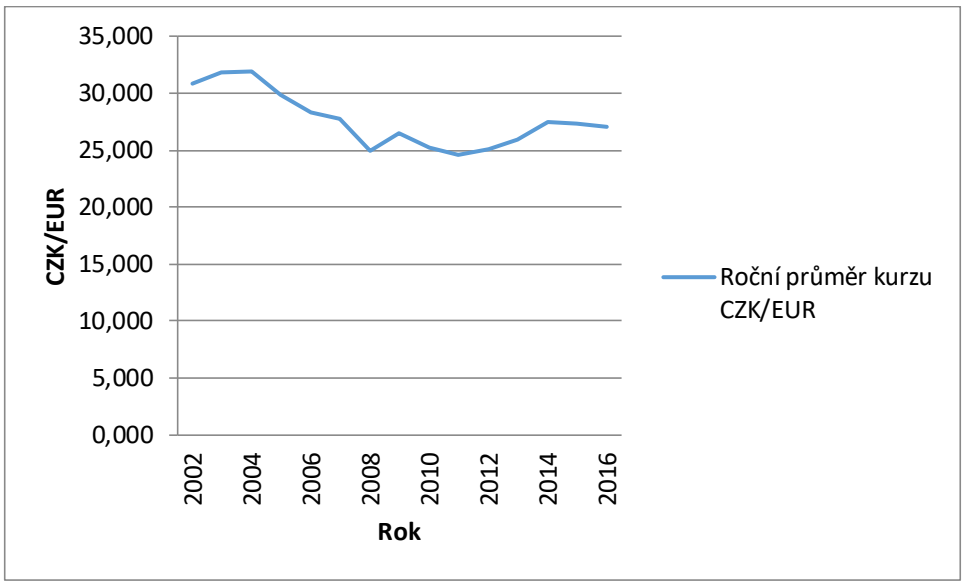
(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Dle výpočtů aritmetického průměru koruna nejvíce oslabovala v období let 2002 až 2006, kdy kurz dosahoval v průměru hodnoty 30,5 CZK/EUR. V letech 2007 až 2011 koruna vůči euru značně posílila, avšak v letech 2012 až 2016 z důvodu zavedení kurzového závazku v průměru opět oslabila. Variační rozpětí v posledním pětiletí potvrzuje ustálený vývoj kurzu.

Měnové podmínky České republiky v roce 2012 byly charakteristické snížením základních úrokových sazeb ČNB na nulovou úroveň. Tato prakticky nulová cena peněz však nepodnítila vyšší půjčky (firemní sektor měl obavy zejména ze slabé poptávky, spotřebitelé pak ze ztráty zaměstnání a nepříznivého vývoje mezd). Jelikož ani snížení úrokových sazeb na technickou nulu nedopomohlo k nastartování ekonomiky, přistoupila ČNB v posledním čtvrtletí roku 2013 k měnové intervenci, která ve značném rozsahu uměle oslabila kurz koruny.

V prvním čtvrtletí roku 2017 zůstávaly měnověpolitické úrokové sazby konstantní a dále pokračoval režim asymetrického kurzového závazku. Návrat inflace k cíli v 2 % závěru roku 2016 a zrychlování cenového růstu v prvních třech měsících roku 2017 byly vyhodnoceny jako splnění podmínek pro ukončení závazku. Bankovní rada tak neprodloužila tzv. „tvrdý“ závazek, který byl ukončen k 31. 3. 2017. Úplné opuštění kurzového závazku bylo oznámeno 6. 4. 2017. Měsíční průměry kurzu koruny vůči euru byly po celé 1. čtvrtletí na hodnotě 27,02. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 13: Roční průměr kurzu CZK/EUR



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

4.3.4.6 Běžný účet platební bilance v mld. Kč

Tabulka 7: Běžný účet platební bilance v mld. Kč

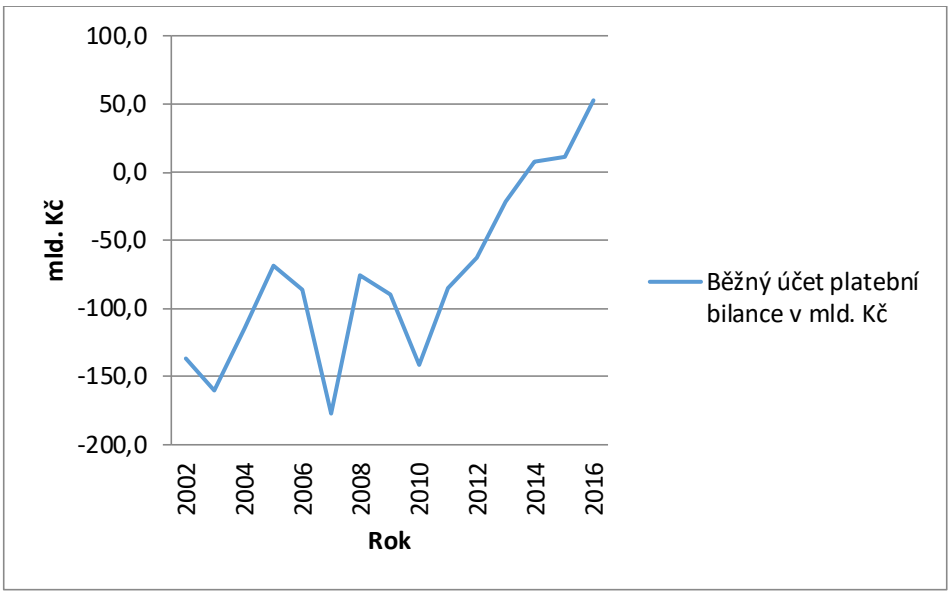
Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	-113,4	-113,6	-2,7
Směrodatná odchylka	37,0	43,9	43,0
Minimum	-160,6	-177,1	-63,3
Maximum	-68,7	-75,3	52,6
Variační rozpětí	91,9	101,9	116,0

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Z hodnot aritmetického průměru lze vyčíst, že saldo běžného účtu platební bilance bylo v průměru za posledních patnáct let pasivní. Nejvyšší záporné saldo činilo -177,1 mld. Kč v roce 2007.

Variační rozpětí poukazuje na velké výkyvy běžného účtu platební bilance zejména v období let 2012 až 2016, které byly zapříčiněné změnou bilance z pasivní na aktivní. Kladné saldo běžného účtu platební bilance Česká republika poprvé zaznamenala v roce 2014, kdy jeho hodnota činila 7,9 mld. Kč. Do roku 2016 se saldo ještě několikanásobně zvýšilo. Největší podíl na přebytku měl tradičně obchod se zbožím a vzrostlo i kladné saldo bilance služeb, které se v předchozích letech drželo na relativně konstantní úrovni. Do Česka přiteklo v 1. Čtvrtletí roku 2017 0,8 mld. korun a odteklo 1,7 mld. korun. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 14: Běžný účet platební bilance v mld. Kč



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

4.3.4.7 Finanční účet platební bilance v mld. Kč

Tabulka 8: Finanční účet platební bilance v mld. Kč

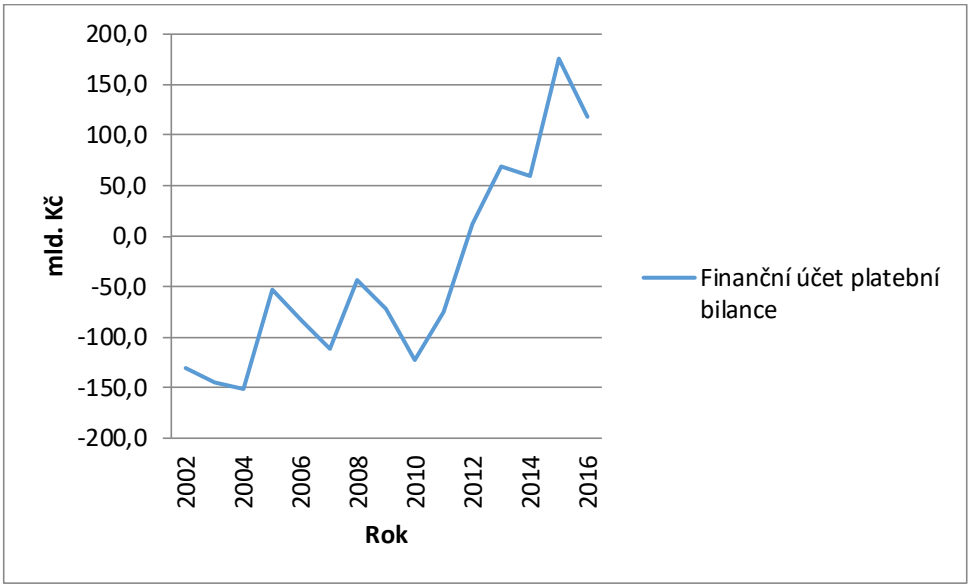
Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	-112,6	-84,7	86,6
Směrodatná odchylka	42,4	31,9	62,5
Minimum	-151,3	-122,3	11,7
Maximum	-53,6	-43,2	175,8
Variační rozpětí	97,7	79,1	164,1

(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Finanční účet platební bilance byl pasivní do roku 2011. V posledním pětiletí však začal dosahovat kladných hodnot a v roce 2016 činilo saldo finančního účtu platební bilance 175,8 mld. Kč. Směrodatná odchylka a variační rozpětí opět potvrzují velké výkyvy během uplynulých patnácti let.

V prvním čtvrtletí roku 2017 bylo saldo finančního účtu platební bilance v přebytku. V porovnání se stejným obdobím předchozího roku se však snížilo o 91,4 mld. korun. Saldo se řádově udrželo na úrovni předchozích let, to ale neplatilo o celkových tocích peněz na finančním účtu. Nejvýraznější položkou působící ve směru přebytku byla rezervní aktiva, která se v prvním čtvrtletí zvýšila o 1 119 mld. korun. Hlavními faktory působícími ve směru deficitu byly portfoliové a ostatní investice (příliv těchto investic je spojen s nárůstem objemu dluhopisů v rukou nerezidentů).
(Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 15: Finanční účet platební bilance v mld. Kč



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Celkové zhodnocení platební bilance

V prvním čtvrtletí roku 2017 zůstala bilance zahraničního obchodu kladná a její přebytek se meziročně zvýšil o 0,5 mld. korun. Kladná bilance přetrvala i navzdory prohloubení záporného salda se zeměmi mimo Evropskou unii.

4.3.4.8 Stav devizových rezerv ČNB v mld. Kč

Tabulka 9: Stav devizových rezerv ČNB v mld. Kč k 31.12.

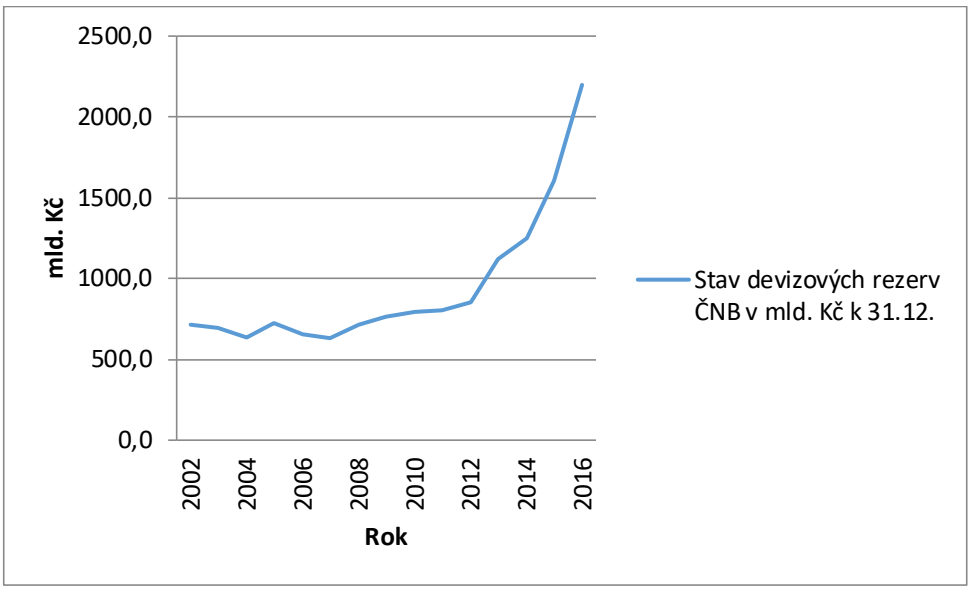
Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	685,1	742,3	1 403,4
Směrodatná odchylka	38,2	71,2	519,0
Minimum	636,2	631,0	855,3
Maximum	726,7	803,4	2 197,9
Variační rozpětí	90,5	172,4	1 342,7

(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Devizové rezervy ČNB v posledních pěti letech mnohonásobně vzrostly z důvodu uplatňování devizových intervencí. V období let 2012 až 2016 činila průměrná roční hodnota devizových rezerv 1 403,4 mld. Kč. V roce 2016 držela ČNB devizové rezervy v částce dokonce 2 197,9 mld. Kč z důvodu rostoucího tlaku ze strany spekulantů.

Závěr nekonvenčního režimu měnové politiky byl ovlivněn výraznou potřebou intervenovat, aby byl udržen kurz na stanovené úrovni. Objem operací na devizovém trhu prudce vzrostl v posledním čtvrtletí roku 2016 a v prvním čtvrtletí roku 2017 dosáhl částky 41,9 mld. eur. To je téměř dvakrát více, než byl celkový objem obchodů v předchozím roce a půl. S intervencí spojený významný nárůst devizových rezerv dosáhl k 31. 3. 2017 částky 3 323 mld. korun. Oproti stejnému období předchozího roku tedy vzrostl o 91 %. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 16: Stav devizových rezerv ČNB v mld. Kč



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

4.3.4.9 Saldo státního rozpočtu

Tabulka 10:Saldo státního rozpočtu v mld. Kč

Výpočty/Období	2002-2006	2007-2011	2012-2016
Aritmetický průměr	-80,5	-115,6	-52,2
Směrodatná odchylka	27,7	70,5	65,2
Minimum	-109,1	-192,4	-101,0
Maximum	-45,7	-20,0	61,8
Variační rozpětí	63,3	172,4	162,8

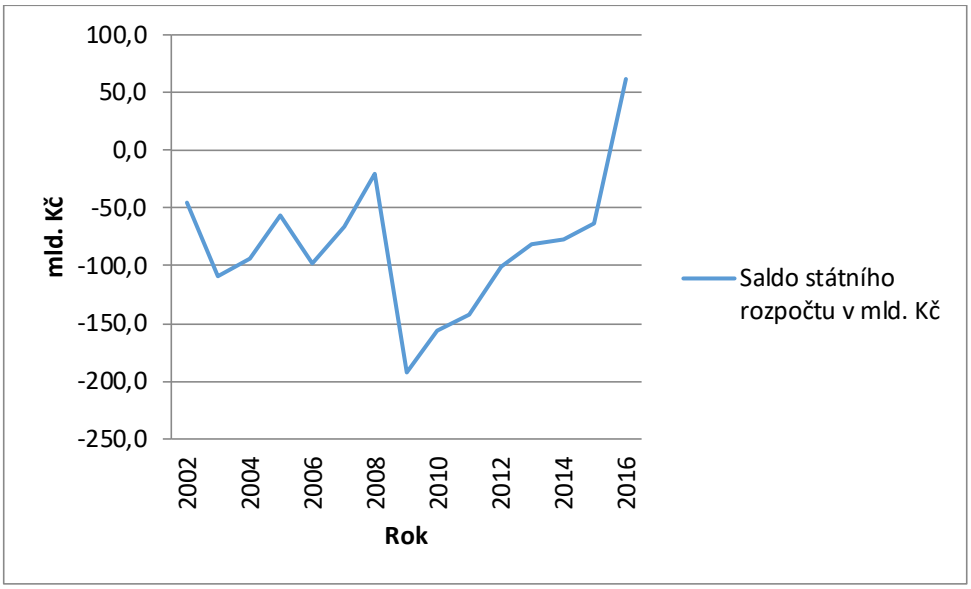
(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

Saldo státní rozpočtu bylo od roku 2012 schodkové. V roce 2009 dosáhlo hodnoty dokonce hodnoty -192,4 mld. Kč. Poté se však situace začala zlepšovat a schodek státního rozpočtu se snižoval. V roce 2016 vykázala Česká republika poprvé od roku 1995 kladné saldo státního rozpočtu, a to konkrétně 61,8 mld. Kč.

Rozpočtový přebytek, který byl dosažen v roce 2016, výrazně ovlivnily nepravidelnosti v čerpání prostředků z rozpočtu EU. Výdaje státního rozpočtu na investice se meziročně propadly o 52 % a jejich podíl na celkových výdajích rozpočtu poklesl o 7 %. Stabilní růst ekonomiky způsobil vyšší inkaso zejména přímých daní a dále se odrazil v poklesu deficitu důchodového účtu, který se meziročně snížil bezmála o polovinu.

V prvním čtvrtletí roku 2017 vykázal státní rozpočet České republiky mírné kladné saldo. V kontextu stejných období se jednalo o nejslabší výsledek posledních pěti let. Příjmy i výdaje státního rozpočtu byly taktéž jako v předešlém roce silně ovlivněny nepravidelnostmi v čerpání prostředků z rozpočtu EU. Výdaje státního rozpočtu činily pouze 6,2 mld. korun. V příjmech státního rozpočtu se pozitivně projevil hospodářský růst, především u přímých daní a daně z přidané hodnoty. Tempo pojistného na sociální zabezpečení bylo (díky velmi dobré kondici pracovního trhu) nejvyšší za posledních devět let. Důchodový účet tak zůstal stejně jako v předchozích třech letech jen v mírnějším deficitu. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 17: Saldo státního rozpočtu v mld. Kč



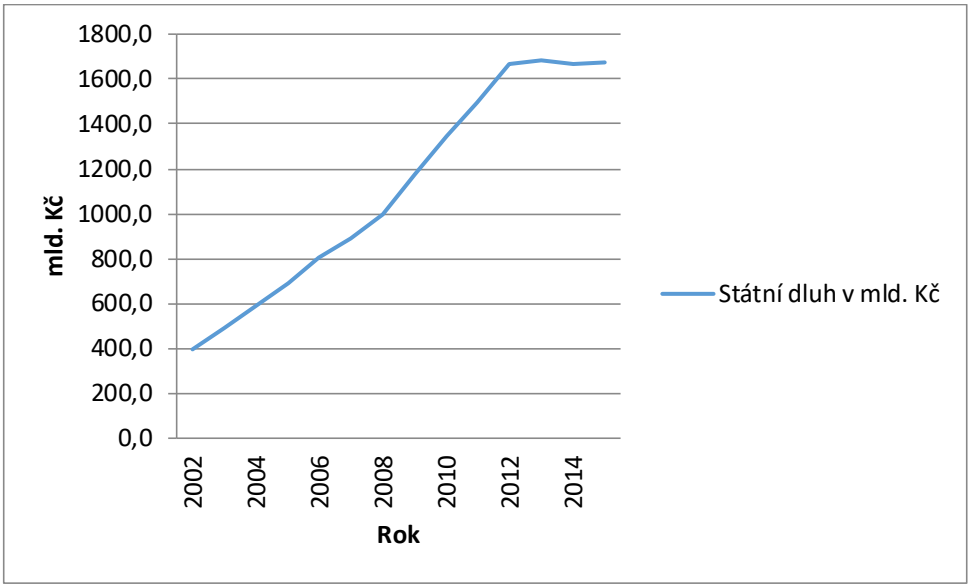
(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

4.3.4.10 Státní dluh

Státní dluh České republiky od roku 2002 neustále rostl a teprve v roce 2014 byl zaznamenán jeho pomalu klesající trend. Nejvyšší hodnoty dosáhl státní dluh v roce 2013, a to částky 1 683,3 mld. korun.

Státní dluh byl během prvního čtvrtletí 2017 navýšen o téměř 11 %. Prudký nárůst dluhu souvisel s větším objemem vydaných střednědobých a dlouhodobých státních dluhopisů. V prvním čtvrtletí došlo také k emisi státních pokladničních poukázek, jež byla realizovaná pouze z důvodu využití záporných výnosů. Tyto operace měly tedy vliv pouze na vnitřní zadluženost státu. Vnější korunová hodnota dluhu na straně výpůjček i splátek stagnovala. V první třetině roku vrcholil příliv spekulativního kapitálu do České republiky, který souvisel s očekávaným ukončením režimu devizových intervencí. Vypovídá o tom i silný nárůst objemu českých dluhopisů v držbě zahraničních investorů. (Vývoj ekonomiky České republiky, 2017)

Graf 18: Státní dluh ČR v mld. Kč



(Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování)

5 Závěr

Hlavním cílem této diplomové práce bylo popsat a následně vyhodnotit, které měnověpolitické nástroje mohou centrální banky využívat k zásahům na finančních trzích. Dalším, neméně důležitým úkolem bylo vyhodnotit, jaký vliv měly devizové intervence ČNB na ekonomiku České republiky.

V teoretické části práce byly nejdříve objasněny a vysvětleny důležité definice a pojmy týkající se národního hospodářství a měnové politiky. Praktická část práce se poté zabývala nekonvenčními nástroji měnové politiky, pomocí kterých řešily světové centrální banky zatím poslední hospodářskou krizi, jež naplno propukla v roce 2007. Dále byla provedena analýza hlavních makroekonomických ukazatelů České republiky, kdy byly objasňovány změny těchto ukazatelů v čase a hledány kauzality s intervencemi ČNB.

ČNB zahájila 7. 11. 2013 devizové intervence. K tomuto kroku přistoupila poté, kdy ani snížení úrokových sazeb na technickou nulu nedopomohlo k naplňování inflačních cílů České republiky a bylo potřebné další uvolnění měnových podmínek. Prvotním cílem bankovních intervencí bylo zabránit deflaci. Počáteční oslabení kurzu o 5 % bylo doprovázeno masivními intervencemi v hodnotě 7,5 miliard eur.

ČNB opakovaně prodloužila platnost kurzového závazku. Změny jeho platnosti byly závislé na prognóze inflace. Důvodem jejího snižování a také snižování reálné inflace bylo, že domácí inflační tlaky vyvolané přirozeným vývojem ekonomiky (od roku 2014 jejím obnoveným růstem) byly příliš nedostatečné na to, aby přetlačily silný a neustávající deflační tlak přicházející ze zahraničí v podobě trvale klesajících dovozních cen průmyslových výrobců.

ČNB na zasedáních bankovní rady konstatovala, že k opuštění kurzového závazku dojde v momentě, kdy budou vytvořeny podmínky pro udržitelné plnění inflačního cíle 2 %, který je považován za cenovou stabilitu.

Dne 31. 3. 2017 bankovní rada neprodloužila tzv. „tvrdý“ závazek a k úplnému opuštění kurzového závazku došlo 6. 4. 2017.

Ačkoliv někteří ekonomové a analytici předpovídali, že po ukončení devizových intervencí bude česká měna procházet prudkými výkyvy, jejich prognózy se nenaplnily. Kurz koruny sice kolísal, ale žádné markantní výkyvy nebyly zaznamenány. V den opuštění kurzového závazku dosáhl kurz koruny nejsilnější hladiny 26,55 CZK/EUR a nejvíce oslabil na 27,11 CZK/EUR. V průběhu měsíců května, června a července roku 2017 kurz neklesl pod hladinu 26 CZK/EUR.

Zatím k největšímu posílení koruny vůči euru došlo v okamžiku, kdy ČNB oznámila, že zvýší své základní úrokové sazby. Tehdy se poprvé dostala koruna pod hodnotu 26 CZK/EUR. Dvoutýdenní repo sazbu zvýšila ČNB o 20 bazických bodů na 0,25 % a lombardní sazbu o 25 bazických bodů na 0,5 %. Nově stanovené úrokové sazby vstoupily v platnost 4. 8. 2017. Bankovní rada k tomuto kroku přistoupila poté, co tuzemská ekonomika začala jako celek zrychlovat – odhad růstu HDP pro rok 2017 činí 3,1 %, růst mezd potom 5 až 6 %. Tlak na růst inflace byl silný a došlo také k přestřelování dvouprocentního inflačního cíle. ČNB banka proto využila zvýšení základních úrokových sazeb ke stabilizaci vývoje české ekonomiky.

Zda bankovní intervence ČNB byly pro Českou republiku přínosné či nikoliv, v tuto chvílí nelze s určitostí říci. Co se týče hospodářského vývoje, česká ekonomika se dostala během let 2012 až 2017 vlivem neustále se opakujícího hospodářského cyklu z fáze dna do fáze růstu. Devizové intervence tuto růstovou fázi ekonomiky podpořily, nejsou ovšem hlavním důvodem zlepšující se ekonomické situace.

Je nezbytné také zmínit, že se ČNB vypořádala s opuštěním kurzového závazku bez větších problémů a dramatické předpovědi kolísání kurzu se nenaplnily, jako tomu bylo například ve Švýcarsku, které se dodnes potýká s problémy.

Závěrem je možno konstatovat, že byly naplněny oba cíle diplomové práce. Byly popsány a vyhodnoceny zásahy centrálních bank na finančních trzích ve vybraných zemích EU. Dále byl na datech ČSÚ zdokumentován ekonomický vývoj České republiky v období trvání bankovních intervencí, který byl jednoznačně pro českou ekonomiku pozitivní.

SUMMARY

The main aim of the diploma thesis is to analyze which monetary tools can be used by central banks to affect financial markets. Another important task is to evaluate how foreign interventions influenced an economy of the Czech Republic.

The first part of the theory is focused on the Czech economy – what means this concept, who is the subject, why the economy is divided into industries and sectors. Then performance indicators of the Czech economy are mentioned and explained – product, unemployment rate, inflation, payment balance and public debt.

A capitol about central banking clarifies the importance of central banks. There are also defined macroeconomic and microeconomic functions of the central bank. The end of the capitol is concentrated on the Czech central bank – targets and tasks.

The last theme of the theoretical part is the monetary policy of central banks. It's explained which monetary tools are used to influence the Czech economy.

A methodical part of the diploma thesis describes statistical indicators which helped to analyze selected data.

A practical part of the thesis is focused on the causes of depression. Another theme clarifies unconventional policies of central banks and their application into the national economies. After the analysis of unconventional policies there is described monetary policy of the Czech Republic from the year 2012. It is analyzed how foreign interventions influenced the Czech economy.

At the end of the diploma thesis is evaluated whether foreign interventions had positive or negative impact on the Czech economy.

Key words:

Economy crisis, Foreign Interventions, Unconventional policies, Monetary policy, Central banks, Gross Domestic Product, Unemployment, Inflation, Export, Import,

Seznam použitých zdrojů

Seznam použité literatury

Brůna, K., Dyba, K., Klaus, V., Kovanda, L., Mašát, M., Ryska, P., & Skopeček, J. (2016). *Spor o měnovou politiku v kontextu devizových intervencí.* Praha: Institut Václava Klause.

Buckley, A. (2012). *International Finance A practical perspective.* Essex: Pearson Education Limited.

Černohorský, J., & Teplý, P. (2011). *Základy financí.* Praha: Grada Publishing.

Dvořáček, J., & Slunčík , P. (2012). *Podnik a jeho okolí: Jak přežít v konkurenčním prostředí.* Praha: C. H. Beck.

Dvořák , P. (2005). *Bankovnictví pro bankéře a klienty.* Praha: Linde.

Holman, R. (2011). *Ekonomie, 5. vydání.* Praha : C. H. Beck.

Jiránková, M. (2010). *Mezinárodní finance* . Praha: Grada Publishing.

Jurečka, V. (2013). *Makroekonomie, 2. aktualizované vydání.* Praha: Grada Publishing.

Kliková, C., & Kotlán, I. (2012). *Hospodářská politika* . Ostrava: Sokrates.

Kovář, P. (2011). *Témata - Všeobecný přehled.* Praha: Fragment, Albatros Media.

Mandel, M., & Durčáková, J. (2016). Mezinárodní finance a devizový trh. Praha: Management Press.

Mejstřík, M., Pečená, M., & Teplý, P. (2009). *Basic principles of banking.* Praha: Karolinum.

Ochrana, F., Pavel, J., Vítek, L., Urbánek, V., & Maaytová, A. (2010). *Veřejný sektor a veřejné finance.* Praha: Grada Publishing

Ptatscheková , J., & Dittrichová , J. (2013). *Dvacet let české koruny na pozadí vývoje obchodního bankovnictví v České republice.* Praha: Grada Publishing.

Rejnuš , O. (2014). *Finanční trhy, 4. aktualizované a rozšířené vydání.* Praha: Grada Publishing.

Rejnuš, O. (2016). *Finanční trhy: Učebnice s programem na generování cvičných testů.* Praha: Grada Publishing.

Revenda, Z., Mandel, M., Kodera, J., Musílek, P., & Dvořák, P. (2015). *Peněžní ekonomie a bankovnictví.* Praha: Management Press.

Urban, J. (2015). *Teorie národního hospodářství - 4. aktualizované vydání.* Praha: Wolters Kluwer.

Žák, M. (2006). *Hospodářská politika.* Praha: Vysoká škola ekonomie a managementu.

Seznam internetových zdrojů

Český statistický úřad (3. 7. 2016). *Hlavní makroekonomické ukazatele*. Dostupné z https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr

Český statistický úřad (2. 8. 2016). *Míra růstu reálného HDP.* Dostupné z http://apl.czso.cz/pll/eutab/html.h?ptabkod=tec00115

Český statistický úřad (3. 7. 2017). *Vývoj ekonomiky české republiky*. Dostupné z https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr?p_p_id=3&p_p_lifecycle=0&p_p_state=maximized&p_p_mode=view&_3_struts_action=%2Fsearch%2Fsearch&_3_redirect=%2Fc%2Fportal%2Flayout%3Fp_l_id%3D20137706%26p_v_l_s_g_id%3D0&_3_keywords=v%C3%BDvoj+ekonomiky+%C4%8Cesk%C3%A9+republiky&_3_groupId=0&x=0&y=0

ČT24 (7. 9. 2009). *Ekonomická krize: nejdříve špatné hypotéky, poté krach bank*. Dostupné z http://www.ceskatelevize.cz/ct24/ekonomika/1387029-ekonomicka-krize-nejdrive-spatne-hypoteky-pote-krach-bank

ČNB (9. 10. 2016). *Jaký je rozdíl mezi pevným a plovoucím měnovým kurzem?* Dostupné z https://www.cnb.cz/cs/faq/jaky_je_rozdil_mezi_pevnym_a_plovoucim_menovym_kurzem.html

ČNB (30. 9. 2016). *Měnověpolitické nástroje.* Dostupné z https://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html#devint

ČNB (6. 9. 2016). *O ČNB.* Dostupné z http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/

ČNB (21. 9. 2016). *Úloha měnové politiky*. Dostupné z http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/uloha.html

Lungová, M. (12. 4. 2010). Dostupné z http://www.ekonomie-management.cz/download/1346064236_1b84/2011_02_lungova.pdf

Kurzy CZ (2017). Dostupné z http://www.kurzy.cz/

Rusnok, J. (29. 11. 2016). *Nekonvenční nástroje centrálních bank v průběhu krize a měnová politika ČNB.* Dostupné z https://www.youtube.com/watch?v=RiSlEgo2gRw

Trading Economics (2017). Dostupné z https://tradingeconomics.com/

US Federal Reserve (2017). Dostupné z https://www.federalreserve.gov/

World Bank (2017). Dostupné z http://www.worldbank.org/

XE (2017). Dostupné z http://www.xe.com/

Seznam obrázků, tabulek a grafů

Seznam obrázků

Obrázek 1: Střet devizové poptávky a devizové nabídky na trhu deviz 26
Obrázek 2: Poptávka po devizách 27
Obrázek 3: Nabídka deviz 27
Obrázek 4: Snížení nabídky deviz prostřednictvím přímých intervencí 28
Obrázek 5: Zvýšení poptávky po devizách zvýšením agregátní poptávky 29
Obrázek 6: Výnosová křivka 36

Seznam tabulek

Tabulka 1: Analýza HDP v mld. Kč, běžné ceny 47
Tabulka 2: Analýza obecné míry nezaměstnanosti v % 47
Tabulka 3: Meziroční průměrná změna míry inflace v % 49
Tabulka 4: Reálná meziroční změna vývozu zboží a služeb v % 51
Tabulka 5: Meziroční reálná změna dovozu zboží a služeb v % 53
Tabulka 6: Průměr denních nominálních kurzů koruny vůči euru za rok 54
Tabulka 7: Běžný účet platební bilance v mld. Kč 56
Tabulka 8: Finanční účet platební bilance v mld. Kč 58
Tabulka 9: Stav devizových rezerv ČNB v mld. Kč k 31.12. 59
Tabulka 10:Saldo státního rozpočtu v mld. Kč 61

Seznam grafů

Graf 1: Základní úroková sazba americké centrální banky FED 33
Graf 2: Vývoj inflace Spojených států amerických v letech 2008 až 2017 37
Graf 3: Vývoj hrubého domácího produktu Velké Británie v letech 2006 až 2016 38
Graf 4: Vývoj základních úrokových sazeb Eurozóny v letech 2008 až 2017 39
Graf 5: Vývoj inflace Japonska v % v letech 2006 až 2016 39
Graf 6: Vývoj švýcarského franku vůči euru v letech 2000 až 2017 40
Graf 7: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB v roce 2012 41
Graf 8: Vývoj kurzu koruny vůči euru v letech 2013 až 2017 42

Graf 9: Meziroční reálná změna HDP v % 46
Graf 10: Meziroční změna průměrné cenové hladiny v % 50
Graf 11: Reálná meziroční změna vývozu zboží a služeb v % 52
Graf 12: Meziroční reálná změna dovozu zboží a služeb v % 54
Graf 13: Roční průměr kurzu CZK/EUR 56
Graf 14: Běžný účet platební bilance v mld. Kč 57
Graf 15: Finanční účet platební bilance v mld. Kč 59
Graf 16: Stav devizových rezerv ČNB v mld. Kč 60
Graf 17: Saldo státního rozpočtu v mld. Kč 62
Graf 18: Státní dluh ČR v mld. Kč 63

Seznam použitých zkratek

aj.	a jiné
apod.	a podobně
CPI	Consumer Price Index (Index cen spotřebitelů)
ČDP	čistý domácí produkt
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
ČSÚ	Český statistický úřad
EU	Evropská unie
FED	Federal reserve system (Federální rezervní systém)
HDP	hrubý domácí produkt
HNP	hrubý národní produkt
PPI	Product Price Index (Index cen výrobců)
SNB	Schweizerische Nationalbank (Švýcarská národní banka)
tzn.	to znamená
tzv.	takzvaný

Seznam příloh

Příloha č. 1: Hlavní makroekonomické ukazatele České republiky

Česká republika: hlavní makroekonomické ukazatele

Prameny: ČSÚ, MPSV, ČNB, MF a ČHMÚ

(aktualizace údajů bude prováděna vždy 1. pracovní den v měsíci lednu, únoru, březnu, dubnu, červenci a říjnu)

Ukazatel		1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ukazatele reálné ekonomiky																									
HDP	mld. Kč, b. c.	1 201,1	1 370,5	1 586,4	1 818,3	1 958,7	2 146,4	2 242,4	2 379,4	2 568,3	2 681,6	2 810,4	3 062,4	3 264,9	3 512,8	3 840,1	4 024,1	3 930,4	3 962,5	4 033,8	4 059,9	4 098,1	4 313,8	4 595,8	4 773,2
Vývoz zboží a služeb	%, r/r, reálně	12,5	-2,4	15,3	2,5	7,6	9,7	5,2	14,8	9,4	0,9	8,8	29,6	18,4	14,4	11,1	4,2	-9,8	14,8	9,1	4,2	0,3	8,6	6,1	4,5
Dovoz zboží a služeb	%, r/r, reálně	18,8	9,5	20,1	11,7	5,9	5,5	4,8	14,5	11,2	4,8	8,6	26,2	13,1	11,7	13,0	3,2	-11,0	14,8	6,7	2,6	0,2	10,0	6,9	3,3
Míra inflace	%, r/r, průměr	20,8	10,0	9,1	8,8	8,5	10,7	2,1	3,9	4,7	1,8	0,1	2,8	1,9	2,5	2,8	6,3	1,0	1,5	1,9	3,3	1,4	0,4	0,3	0,7
Měnové ukazatele																									
CZK/EUR	průměr	.	.	.	.	.	.	36,882	35,610	34,083	30,812	31,844	31,904	29,784	28,343	27,762	24,942	26,445	25,290	24,586	25,143	25,974	27,533	27,283	27,033
Běžný účet (BÚ) platební bilance	mld. Kč	13,3	-22,6	-36,3	-111,9	-113,0	-40,5	-50,6	-104,9	-124,5	-136,4	-160,6	-114,4	-68,7	-86,6	-177,1	-75,3	-89,2	-141,8	-84,8	-63,3	-21,8	7,9	11,3	52,6
Finanční účet (FÚ) platební bilance	mld. Kč	0,1	-28,8	-20,4	-136,1	-90,4	-31,7	-49,4	-116,5	-105,7	-130,9	-144,2	-151,3	-53,6	-82,9	-111,1	-43,2	-72,3	-122,3	-74,8	-11,7	-68,3	-59,4	-175,8	-117,7
Stav devizových rezerv ČNB (DR) ČNB	mld. Kč	116,0	175,1	373,0	339,9	338,5	376,7	461,4	496,8	524,5	714,6	691,52	636,24	726,7	656,6	631,0	716,0	764,3	796,8	803,4	855,3	1 118,4	1 244,3	1 600,9	2197,9
Fiskální ukazatele																									
Saldo státního rozpočtu (SR)	mld. Kč	1,1	10,4	7,2	-1,6	-15,7	-29,3	-29,6	-46,1	-67,7	-45,7	-109,1	-93,7	-56,3	-97,6	-66,4	-20,0	-192,4	-156,4	-142,8	-101,0	-81,3	-77,8	-62,8	61,8
Saldo SR/HDP	%	0,1	0,8	0,5	-0,1	-0,8	-1,4	-1,3	-1,9	-2,6	-1,7	-3,9	-3,1	-1,7	-2,8	-1,7	-0,5	-4,9	-4,0	-3,5	-2,5	-2,0	-1,8	-1,4	
Státní dluh	mld. Kč	158,8	157,3	154,4	155,2	173,1	194,7	228,4	289,3	345,0	395,9	493,2	592,9	691,2	802,5	892,3	999,8	1 178,2	1 344,1	1 499,4	1 667,6	1 683,3	1 663,7	1 673,0	36,7
Státní dluh/HDP	%	13,3	11,5	9,8	8,6	8,9	9,1	10,2	12,2	13,5	14,8	17,6	19,4	21,2	22,9	23,3	24,9	30,0	34,0	37,2	41,1	41,1	38,6	36,7	

Poznámky:

tr/r meziroční změna, . údaj není k dispozici, * stav ke konci období.

[1] na přepočtené počty, celé národní hospodářství