

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Ústav ekonomických věd

Ekonomické dopady devizových intervencí

Zuzana Pecháčková

Bakalářská práce

2017

Univerzita Pardubice
Fakulta ekonomicko-správní
Akademický rok: 2016/2017

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Zuzana Pecháčková**
Osobní číslo: **E13288**
Studijní program: **B6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **Veřejná ekonomika a správa: Veřejná ekonomika**
Název tématu: **Ekonomické dopady devizových intervencí**
Zadávající katedra: **Ústav ekonomických věd**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í :


Cílem práce je vymezení devizových intervencí České národní banky. Zároveň bude provedeno zhodnocení ekonomických dopadů devizových intervencí v České republice.

Osnova:

- Centrální banka a její monetární politika.
- Nekonvenční monetární politika.
- Monetární politika České národní banky.
- Devizové intervence České národní banky a jejich dopad na ekonomiku České republiky.

Rozsah grafických prací: -
Rozsah pracovní zprávy: cca 35 stran
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná/elektronická
Seznam odborné literatury:


ČERNOHORSKÁ, L. Komplexní pohled do bankovního světa. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015. ISBN 978-80-7395-863-3
MEJSTRÍK, M., PEČENÁ, M., TEPLÝ, P. Základní principy bankovníctví: Basic principles of banking. Praha: Karolinum, 2008. ISBN 978-80-246-1500-4
REVENDA, Z. Peněžní ekonomie a bankovníctví. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6
ŘEŽÁBEK, P. Měnová politika a její interakce s politikou fiskální. Praha: Karolinum, 2010. ISBN 978-80-246-1894-4
internetové stránky České národní banky
internetové stránky vybraných centrálních bank

Vedoucí bakalářské práce: 
Ing. Liběna Černohorská, Ph.D.
Ústav ekonomických věd

Datum zadání bakalářské práce: 4. září 2016
Termín odevzdání bakalářské práce: 28. dubna 2017


doc. Ing. Romana Průvazníková, Ph.D.
děkanka

L.S.


doc. Ing. Jolany Votěvníkové, Ph.D.
vedoucí ústavu

V Pardubicích dne 4. září 2016

PROHLÁŠENÍ

Prohlašuji, že jsem tuto práci vypracovala samostatně. Veškeré literární prameny a informace, které jsem v práci využila, jsou uvedeny v seznamu použité literatury.

Byla jsem seznámena s tím, že se na moji práci vztahují práva a povinnosti vyplývající ze zákona č. 121/2000 Sb., autorský zákon, zejména se skutečností, že Univerzita Pardubice má právo na uzavření licenční smlouvy o užití této práce jako Školního díla podle § 60 odst. 1 autorského zákona, a s tím, že pokud dojde k užití této práce mnou nebo bude poskytnuta licence o užití jinému subjektu, je Univerzita Pardubice oprávněna ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které na vytvoření díla vynaložila, a to podle okolností až do jejich skutečné výše.

Beru na vědomí, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb., o vysokých školách a o změně a doplnění dalších zákonů (zákon o vysokých školách), ve znění pozdějších předpisů, a směrnicí Univerzity Pardubice č. 9/2012, bude práce zveřejněna v Univerzitní knihovně a prostřednictvím Digitální knihovny Univerzity Pardubice.

V Pardubicích dne 28. 4. 2017

Zuzana Pecháčková

PODĚKOVÁNÍ:

Tímto bych ráda poděkovala vedoucí práce Ing. Liběně Černohorské Ph.D. za její odbornou pomoc, cenné rady a poskytnuté materiály, které mi pomohly při zpracování bakalářské práce.

ANOTACE

Práce je zaměřena na vývoj české ekonomiky v průběhu kurzového závazku, který ČNB využila jako nestandardní nástroj k uvolnění měnové politiky v situaci nulových úrokových sazeb. Hlavním cílem této politiky bylo odvrácení deflačních rizik, ke kterým ekonomika svým vývojem směřovala. Předmětem práce je sledování vývoje inflace a dalších makroekonomických veličin po zavedení tohoto mimořádného opatření.

KLÍČOVÁ SLOVA

kurzový závazek, devizové intervence, monetární politika, nulové úrokové sazby, inflace

TITLE

Economic impacts of foreign exchange interventions

ANNOTATION

The thesis is focused on the development of the Czech economy over the exchange rate commitment that CNB (Czech National Bank) used as a non-standard tool for monetary easing in the situation of zero lower bound. The main aim of this policy was to avert deflation risks to which the economy was facing with its development. The subject of the work is to monitor inflation development and other macroeconomic variables after the introduction of the extraordinary measure.

KEYWORDS

exchange rate commitment, foreign exchange intervention, monetary policy, zero lower bound, inflation

Obsah

Úvod.....	9
1 Centrální banka a její monetární politika.....	10
1.1 Funkce a cíle centrální banky.....	10
1.2 Režimy měnové politiky	11
1.3 Nástroje měnové politiky	13
2 Nekonvenční monetární politika.....	15
2.1 Nestandardní nástroje měnové politiky.....	15
3 Monetární politika České národní banky.....	19
3.1 Historie ČNB a vývoj měnové politiky.....	19
3.2 Funkce a cíle ČNB	20
3.3 Nástroje ČNB	21
3.4 Nezávislost ČNB.....	23
4 Devizové intervence České národní banky.....	24
4.1 Důvody kurzového závazku.....	24
4.2 Cíle, kterých chce pomocí kurzového závazku ČNB dosáhnout.....	25
4.3 Cílování inflace v ČR.....	26
4.4 Vývoj ekonomiky před devizovými intervencemi ČNB.....	27
4.5 Průběh devizových intervencí	29
4.6 Devizové intervence Švýcarské národní banky	30
4.7 Opuštění kurzového závazku ČNB	31
5 Dopad devizových intervencí na ekonomiku ČR	33
5.1 Inflace.....	33
5.2 Nezaměstnanost.....	34
5.3 Vývoj HDP.....	35
5.4 Zahraniční obchod (export, import)	37
5.5 Hodnocení dopadů na českou ekonomiku.....	38
Závěr	39
Zdroje.....	41

SEZNAM OBRÁZKŮ

Obrázek 1: Funkce centrální banky v tržní ekonomice	11
Obrázek 2: Inflační cíle a toleranční pásma vybraných zemí v roce 2010 (v %).....	12
Obrázek 3: Úrokové sazby vybraných centrálních bank (v %)	16
Obrázek 4: Cílování inflace v ČR od roku 1998 (v %)	27
Obrázek 5: Vývoj HDP vybraných ekonomik (v %).....	28
Obrázek 6: Vývoj úrokových sazeb (v %).....	28
Obrázek 7: Vývoj měnového kurzu a objem intervencí v průběhu kurzového závazku	29
Obrázek 8: Vývoj měnového kurzu v průběhu kurzového závazku ve Švédsku a v ČR	31
Obrázek 9: Vývoj inflace v ČR v letech 2013-2017 (v %).....	33
Obrázek 10: Vývoj nezaměstnanosti v ČR v letech 2013-2016 (v %).....	34
Obrázek 11: Nezaměstnanost ve vybraných zemích EU v letech 2013-2016 (v %)	35
Obrázek 12: Vývoj HDP v ČR v letech 2013-2016 (v mil. Kč).....	36
Obrázek 13: Vývoj jednotlivých složek HDP v ČR v letech 2012-2014	37
Obrázek 14: Vývoj exportu ČR v letech 2013-2016 (v mil. Kč).....	37
Obrázek 15: Vývoj importu ČR v letech 2013-2016 (v mil. Kč)	38

SEZNAM ZKRATEK

BOJ	Bank of Japan (japonská centrální banka)
CB	Centrální banka
ČNB	Česká národní banka
ČSÚ	Český statistický úřad
ESCB	Evropský systém centrálních bank
FED	Federální rezervní systém (americká centrální banka)
SNB	Schweizerische Nationalbank (švýcarská národní banka)
ZLB	Zero lower bound (situace, kdy se úrokové sazby nacházejí na technické nule)

Úvod

Hlavním cílem České národní banky jako centrální banky České republiky je, stejně jako u většiny centrálních bank, udržení cenové stability. ČNB se zaměřuje i na další cíle jako hospodářský růst, zaměstnanost nebo vyrovnanou platební bilanci. Stanovených cílů dosahuje pomocí nástrojů měnové politiky. Pokud nejsou standardní nástroje měnové politiky dostatečné k plnění stanovených cílů, je možné přistoupit k nestandardním nástrojům, tzv. nekonvenční monetární politice. Do této skupiny nástrojů patří i kurzový závazek, ke kterému přistoupila Česká národní banka v roce 2013, aby zabránila vzrůstajícím deflačním rizikům. Ekonomika procházela hospodářským útlumem, který měl negativní dopad na příjmy, spotřebu, investice i vývoj nezaměstnanosti. Další uvolnění měnové politiky pomocí snížení úrokových sazeb nebylo možné, jelikož se již nacházely na hranici nulových hodnot.

Téma devizového závazku je v tuto chvíli velice aktuální, jelikož ČNB po více než tříletém období oznámila předem avizované ukončení kurzového závazku. Tento krok může mít dopad nejen na vývoj měnového kurzu koruny, ale také na ceny zboží a služeb.

Cílem práce je specifikace nekonvenčních nástrojů monetární politiky a vymezení devizových intervencí a kurzového závazku České národní banky. Součástí práce bude hodnocení ekonomických dopadů devizových intervencí a sledování vývoje inflace a dalších vybraných makroekonomických veličin v průběhu trvání kurzového závazku. Cílem práce je také zodpovědět otázku, zda kurzový závazek pomohl oživit ekonomiku, která byla do té doby v útlumu a odvrátit deflační tendence, které českou ekonomiku ohrožovaly. Inflace by se díky devizovým intervencím měla navrátit zpět k předem stanovenému dvouprocentnímu cíli a oživení by mělo mít pozitivní dopad na vývoj nezaměstnanosti.

V první části práce bude obecně specifikována měnová politika, funkce centrální banky a nástroje, které centrální banka využívá k dosažení svých cílů v rámci standardní měnové politiky. Dále budou uvedeny možnosti, které mohou centrální banky využít v případě, že standardní nástroje nejsou k dosažení cílů dostačující. Druhá část práce bude zaměřena na oslabení koruny českou národní bankou a cíle, kterých se pomocí intervencí ČNB snažila dosáhnout a důvody, které k přijetí kurzového závazku ČNB vedly. Součástí práce bude také srovnání devizových intervencí ČR a kurzovým závazkem, který proběhl ve Švýcarsku. Dále bude sledován vývoj vybraných makroekonomických veličin ČR v průběhu trvání kurzového závazku.

1 Centrální banka a její monetární politika

Centrální banka se prostřednictvím monetární politiky snaží o dosažení předem stanovených cílů pomocí nástrojů, které k dosažení těchto cílů využívá. V České republice provádí měnovou politiku Česká národní banka, která je odpovědná za stabilitu finančního sektoru a dosažení předem stanovených cílů.

1.1 Funkce a cíle centrální banky

Centrální banky jsou důležitou součástí finančního trhu a mají důležité postavení především v oblasti provádění monetární politiky a jako regulátor bank a dalších finančních institucí.¹ Centrální banka funguje jako **emitent hotovostních peněz** na daném území a na emisi peněz má monopol. S rozvojem bezhotovostních peněz se možnosti ovlivňovat množství peněz v oběhu pomocí regulace emise omezují. Centrální banky jako **vrcholné subjekty měnové politiky** dohlíží na dodržování stanovených cílů, především podporu cenové stability. Centrální banka může měnovou politiku pouze provádět nebo o ní i rozhodovat. Centrální banky také **spravují devizové rezervy** státu a dále s nimi operují na devizovém trhu s cílem zabezpečit devizovou likviditu země, získávat výnosy z devizových rezerv a ovlivňovat vývoj měnového kurzu domácí měny. „*Funkce správy devizových rezerv je založena na vytváření rezerv v takové výši a struktuře, aby s jejich pomocí mohla centrální banka v případě potřeby intervenovat na devizovém trhu a působit na vývoj měnového kurzu.*“² Ústřední banky taktéž **regulují bankovní systém** a provádějí nad ním dohled. Centrální banka určuje pravidla pro bankovní instituce a provádí kontrolu dodržování těchto pravidel. Regulace a dohled úzce souvisí s výkonem měnové politiky. Centrální banka je **bankou pro ostatní banky a stát**. Vede účty ostatním bankám a vládě, přijímá vklady od ostatních bank a provádí operace pro ostatní banky, vládu, centrální orgány, orgán místních správ a podniky veřejného sektoru.³ „*Důležitou operací je emise a umístování cenných papírů, které představují hlavní nástroj manipulace se státním dluhem.*“⁴ Centrální banky také vystupují jako **reprezentant měnové oblasti** vůči veřejnosti, kterou pravidelně informuje o měnovém vývoji a vůči zahraničí, kde reprezentuje zemi v rámci mezinárodních institucí (Mezinárodní měnový fond).⁵ Funkce jsou vzájemně provázené a vyvíjí se v čase. Základní výše uvedené funkce centrálních bank můžeme rozdělit

¹ MEJSTRÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Základní principy bankovníctví: Basic principles of banking*. Praha: Karolinum, 2008. str. 102

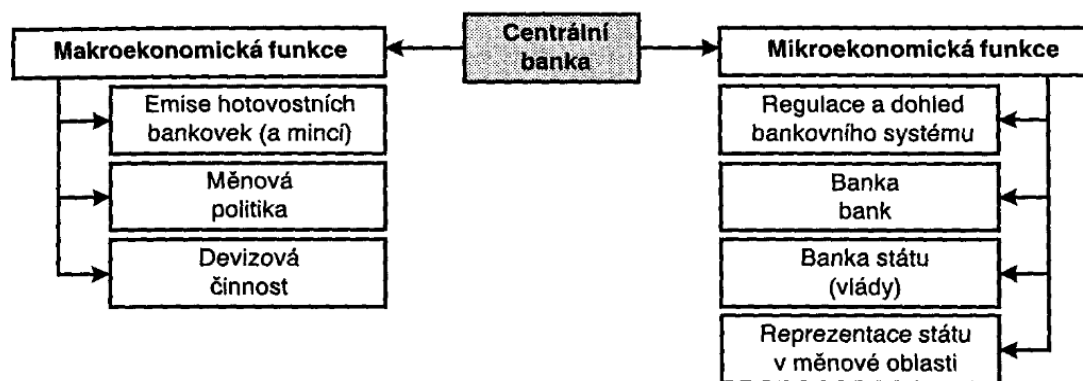
² MERVART, Josef. *České banky v kontextu světového vývoje*. Praha: Nakladatelství Lidové noviny, 1998. *Ekonomie a společenské vědy*. Str. 60

³ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 214

⁴ MERVART, Josef. *České banky v kontextu světového vývoje*. Praha: Nakladatelství Lidové noviny, 1998. *Ekonomie a společenské vědy*. Str. 60

⁵ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 45

do dvou skupin. Emise bankovek a oběživa, monetární politika a devizová činnost jsou v literatuře označovány jako funkce makroekonomické s cílem zajištění stabilního měnového vývoje. Regulace, banka bank a banka státu jsou považovány za funkce mikroekonomické s cílem zabezpečení efektivnosti, bezpečnosti, spolehlivosti a důvěryhodnosti bankovního systému.



Obrázek 1: Funkce centrální banky v tržní ekonomice

Zdroj: REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011.

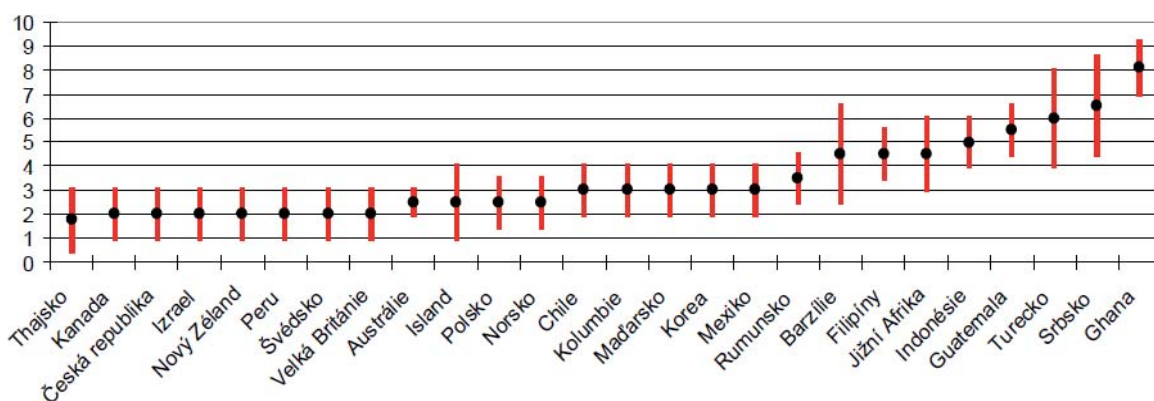
Hlavním cílem měnové politiky centrální banky je zajištění **cenové stability** v ekonomice. Pokud není tento cíl ohrožen, centrální banky přispívají k udržení **hospodářského růstu** ekonomiky a podporují **ekonomický rozvoj státu**. V souvislosti s dalšími cíli se centrální banka může soustřeďovat na zajištění **rovnováhy platební bilance**, **hospodářský růst**, „plnou“ **zaměstnanost a stabilní měnový kurz**. Všechny cíle měnové politiky nemusí být vzájemně kompatibilní.⁶

1.2 Režimy měnové politiky

V rámci provádění měnové politiky je rozhodování centrálních bank většiny zemí spojeno s určitým měnově-politickým režimem. U režimu s **implicitní nominální kotvou** je cílování určité veličiny interně v rámci CB, aniž by došlo k jejímu explicitnímu vyhlášení. Předpokladem je vysoká důvěryhodnost centrální banky. **Cílování měnové zásoby** je režim, který souvisí s vhodnou volbou peněžního agregátu reagujícího na vývoj peněžní nabídky a růst cen v dlouhém období. **Cílování měnového kurzu** využívají centrální banky k ovlivňování měnového kurzu s cílem „importu“ cenové stability z výchozí země. **Cílování inflace** je

⁶ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 322

veřejné vyhlášení inflačního cíle, o jehož dosažení centrální banka usiluje.⁷ „Jedná se o aktivní a přímé formování inflačních očekávání. Tento režim zahrnuje do svého rozhodovacího schématu podstatně větší množství informací než jen měnový kurz nebo peněžní agregáty, např. také trh práce, dovozní ceny, ceny výrobců, mezeru výstupu, nominální a reálné úrokové sazby, nominální a reálný měnový kurz, hospodaření veřejných rozpočtů apod.“⁸ Pro ekonomiku země není příznivá ani příliš vysoká inflace, ani příliš nízká inflace. Proto centrální banka stanoví inflační cíl, k jehož naplnění přispívá pomocí využití svých nástrojů. Režim cílování inflace využívá velké množství centrálních bank v Evropě, ale i ve světě. Příklady velkých bank, které tento režim přijaly, jsou např. americký Federální rezervní systém (FED), Evropská centrální banka nebo Švýcarská národní banka a dále centrální banky níže uvedených zemí, u kterých jsou pro příklad ilustrovány inflační cíle z roku 2010 včetně tolerančních pásem.



Obrázek 2: Inflační cíle a toleranční pásma vybraných zemí v roce 2010 (v %)

Zdroj: ZAMRAZILOVÁ, Eva. Politická ekonomie: Měnová politika: staré lekce, nové výzvy [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=769.pdf&origin=publication_detail

Mezi centrálními bankami, které cílí inflaci, je i centrální banka ČR, která přešla k režimu cílování inflace od roku 1998.

⁷ Jaké jsou režimy měnové politiky? [online]. [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

⁸ Jaké jsou režimy měnové politiky? [online]. [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html

1.3 Nástroje měnové politiky

Nástroje monetární politiky jsou prostředky, pomocí nichž centrální banka dosahuje stanovených cílů, především hlavního cíle, cenové stability. Mezi hlavní nástroje, nejčastěji využívané, řadíme operace na volném trhu, povinné minimální rezervy a úrokové sazby.

Operace na volném trhu jsou jedním z nejvíce využívaných nástrojů centrálních bank a jejich cílem je především řízení vývoje úrokových sazeb v ekonomice. „*Při operacích na volném trhu se mění celkové rezervy obchodních bank u centrální banky.*“⁹ Provádějí se bezhotovostně formou nákupů cenných papírů centrální bankou (zvýšení rezerv bank a měnové báze) a prodejů (snižování rezerv a měnové báze). Tyto změny se poté zprostředkovaně projeví na změnách krátkodobé úrokové míry. Centrální banka může úrokovou míru v rámci tohoto nástroje ovlivnit i bezprostředně vyhlášením úrokových podmínek obchodů s cennými papíry. Pomocí operací na volném trhu je možné regulovat měnovou bázi oběma směry.¹⁰ Pokud centrální banka usiluje o zvýšení inflace, snižuje úrokové míry a tak stimuluje ekonomiku.

Povinné minimální rezervy jsou povinně vytvářené minimální vklady bank u centrální banky, které musí být uloženy jako depozitum u centrální banky a tím je ovlivněn disponibilní objem prostředků komerčních bank. Mají vliv především na peněžní multiplikátory, zvýšení sazeb povinných minimálních rezerv vede ke snížení hodnoty peněžních multiplikátorů, naopak snížení sazeb zvyšuje hodnoty peněžních multiplikátorů. Při použití tohoto nástroje jsou zprostředkované dopady také na krátkodobou úrokovou míru, zvýšení povinných minimálních rezerv zvyšuje tlak na růst krátkodobé úrokové míry a při snížení sazeb na její pokles. Centrální banka využívá povinné minimální rezervy k ovlivnění likvidity bank v souvislosti se zajištěním plynulosti každodenního mezibankovního platebního styku. V případě přebytečné likvidity centrální banka zvýší objem povinných minimálních rezerv. Jelikož však banky mohou na změnu povinných rezerv reagovat úpravou dobrovolných rezerv, nemusí se konečná likvidita (celkové rezervy) změnit. Centrální banka reguluje likviditu také jinými nástroji, zejména operacemi na volném trhu a diskontními nástroji.¹¹

Centrální banky poskytují bankám dva hlavní druhy úvěrů: diskontní a lombardní. Tyto úvěry řadíme do **diskontních nástrojů** a slouží ke zvýšení měnové báze v ekonomice (na rozdíl od operací na volném trhu, u kterých lze bázi ovlivňovat oběma směry). Jedná se o poskytnutí úvěru domácí bance v domácí měně. Zprostředkovaně má poskytování úvěrů také vliv na

⁹ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. str. 24

¹⁰ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 227

¹¹ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 236

krátkodobou úrokovou míru (také pouze jednosměrně, zvýšení měnové báze (rezerv bank) má dopad na pokles krátkodobé úrokové míry).¹²

Kurzové intervence jsou prováděny za účelem ovlivnění měnového kurzu domácí měny vůči zahraničním měnám. Centrální banka ovlivňuje měnový kurz nákupem nebo prodejem domácí měny za zahraniční měnu. Dochází ke změně nabídky nebo poptávky zahraniční měny a tím je ovlivněn měnový kurz. Nákup zahraniční měny centrální bankou zvyšuje poptávku po zahraniční měně na domácím devizovém trhu a současně vede k růstu nabídky domácí měny. Domácí měna se začne znehodnocovat (je zpomalena tendence ke zhodnocení). Prodej zahraniční měny za domácí má opačné účinky.¹³

Uvedené nástroje ovlivňují ekonomiku jako celek a jsou označovány jako **nepřímé nástroje** využívané v tržních ekonomikách. Na rozdíl od administrativních nástrojů, které byly využívány v centrálně plánovaných ekonomikách a působily přímo na konkrétní subjekt, a proto byly označovány jako **nástroje přímé**.

Pokud jsou stanovené cíle v ohrožení a centrální banka již vyčerpala všechny možnosti v rámci standardních nástrojů nebo je jejich využití v rámci dosažení cíle nedostatečné, obrací se k nestandardním nástrojům, které nejsou v ekonomice doposud běžně využívány. Možnosti a nástroje nekonvenční monetární politiky budou podrobněji popsány v následující kapitole Nekonvenční monetární politika.

¹² REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 230

¹³ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 337

2 Nekonvenční monetární politika

V případě, že standardní nástroje měnové politiky selhávají, nejsou dostatečné k dosažení požadovaných cílů, může se centrální banka uchýlit k nekonvenčním opatřením. Některé centrální banky se k těmto nestandardním nástrojům uchýlily za účelem minimalizace negativních dopadů finanční krize. Nejprve bylo uvolnění měnových podmínek provedeno pomocí úrokových sazeb a jejich nastavení blížící se k nule. Dalším krokem byla jedna z možností nekonvenční měnové politiky formou nákupu krytých dluhopisů (Evropská centrální banka) nebo nákupu vládních dluhopisů (Bank of England). Dánská centrální banka snížila depozitní úrokové sazby do záporných hodnot a švýcarská národní banka se uchýlila k devizovým intervencím. Česká národní banka se rozhodla zabránit posílení kurzu české koruny intervenováním na devizovém trhu vyhlášením kurzového závazku s cílem obnovení ekonomické aktivity a především zamezení vzniku deflace.¹⁴

2.1 Nestandardní nástroje měnové politiky

K nestandardním nástrojům se centrální banky uchylují v případě, že již běžné nástroje nejsou k dispozici a ze strany centrální banky je potřeba další uvolnění měnové politiky. Zpravidla se jedná o situaci, kdy úrokové sazby jsou již na technické nule a není možné je již standardním způsobem v rámci uvolnění měnové politiky snížit, aniž by se dostaly do záporných hodnot. Nachází se na tzv. technické nule. Pokud však ekonomická situace vyžaduje další uvolnění, musí centrální banka použít některý z nestandardních nástrojů měnové politiky.

2.1.1 Kvantitativní uvolňování měnové politiky

Kvantitativním uvolňováním měnové politiky můžeme označovat koupi domácích finančních aktiv obchodních bank a nebankovních jednotek centrální bankou za účelem navýšení likvidity obchodních bank na rezervních účtech. Tento nástroj je využíván převážně v případech, kdy uvolňování měnové politiky snižováním úrokových měr již není možné z důvodu dosažení spodní hranice úrokových měr. Pokud centrální banka kupuje aktiva od obchodní banky, připisuje částku na rezervní účet (nové peníze nevznikají). Pokud jsou aktiva nakupovány od nebankovní instituce, připisují se peníze na účet nebankovní instituce (vznikají tak nové peníze).¹⁵ Primárním efektem kvantitativního uvolňování je zvýšení množství peněz v ekonomice v případě, že se centrální banka snaží podpořit ekonomiku, ale i v případě

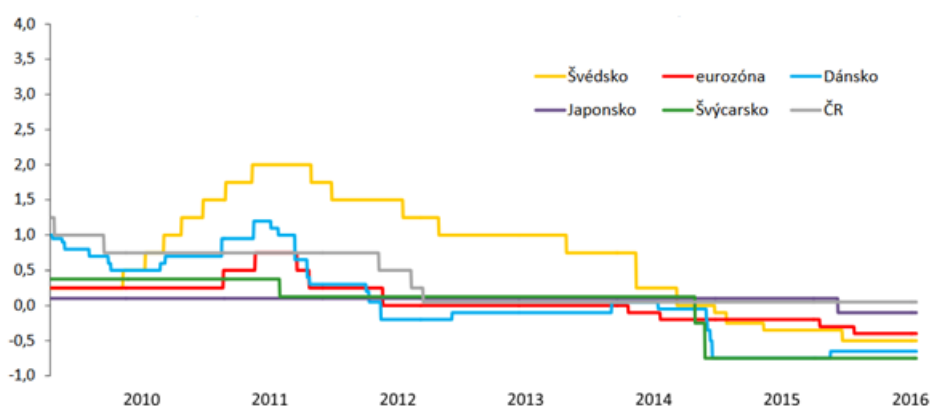
¹⁴ ČERNOHORSKÁ, L. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015. str. 29

¹⁵ JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice*. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce.

inflace.¹⁶ Nekonvenční politiku formou kvantitativního uvolňování byla využívána např. v USA v roce 2008, kdy FED nakupoval dluhopisy státem sponzorovaných podniků a vládních dluhopisů s cílením na oblast hypotečního trhu (hypotéky byly příčinou krize).¹⁷

2.1.2 Záporné úrokové sazby

Záporné úrokové sazby jsou využívány centrálními bankami ke stimulaci ekonomického růstu a zabránění deflačním rizikům. Evropské centrální banky využívají v posledních letech v rámci nekonvenční měnové politiky záporné úrokové sazby jako nástroj měnové politiky, aby odradily komerční banky k vkladům přebytečné likvidity na účty centrálních bank s cílem uvolnění těchto přebytků do ekonomiky. Pro banky by držení přebytečné likvidity znamenalo dodatečné náklady na držení těchto prostředků a tím by měly být motivovány ke zvýšenému poskytování úvěrů. Jak můžeme vidět na obrázku č. 3, záporné úrokové sazby jsou využívány ve Švýcarsku, Dánsku, Švédsku i eurozóně a od roku 2016 je tento nástroj využíván i v Japonsku, kde nekonvenční politika již byla prováděna i v minulých letech, ale formou jiných nástrojů, především s využitím devizových intervencí.



Obrázek 3: Úrokové sazby vybraných centrálních bank (v %)

Zdroj: KRÁL, Petr. Měnová politika ČNB po dosažení (technicky) nulových úrokových sazeb [online]. [cit. 2017-04-05].

Dostupné z:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/kral_20161124_akademicky_kulaty_stul.pdf

¹⁶ REVENDA, Zbyněk. Vliv České národní banky na množství peněz v ekonomice [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=449.pdf>

¹⁷ ZAMRAZILOVÁ, Eva. Politická ekonomie: Měnová politika: staré lekce, nové výzvy [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=769.pdf&origin=publication_detail

2.1.3 Forward guidance (explicitní verbální závazek)

Jedná se o jasnou, jednoznačnou a transparentní komunikaci centrální banky o budoucí podobě parametrů měnové politiky v určitém období nebo závislosti na hodnotách určitých makroekonomických proměnných (zejména inflace a nezaměstnanosti)¹⁸ Centrální banka se veřejně zaváže k udržení úrokových sazeb na určité úrovni, což může ovlivnit budoucí hospodářský vývoj. Tak ovlivňuje očekávání a následné rozhodování investorů a spotřebitelů a snižuje budoucí nejistotu. Aby byl tento nástroj efektivní, musí být závazek považován veřejností za důvěryhodný a centrální banka musí zodpovědně dohlédnout na jeho splnění. Politika explicitního verbálního závazku byla přijata japonskou národní bankou Bank of Japan v rámci politiky nulových úrokových sazeb v roce 1999 a v roce 2003 byl tento nástroj přijat americkým FED.¹⁹

2.1.4 Využití měnového kurzu

Jen málo zemí ponechává vývoj měnového kurzu přirozenému tržnímu vývoji. Devizový kurz je často považován za tak významný faktor ovlivňující hospodářský vývoj, že centrální banky a vlády mnoha zemí zasahují do jeho přirozeného vývoje. Zásahy mají charakter přímých intervencí, které přímo ovlivňují kurz prostřednictvím nákupů a prodejů deviz na devizovém trhu nebo se jedná o intervence nepřímé, při kterých je cena deviz ovlivňována úrokovou, daňovou, celní a dotační politikou.²⁰

Při **devizových intervencích** je definován objem nákupů deviz na trhu, zatímco dopad do kurzového vývoje je nejistý a závisí na tržních podmínkách. Je zřejmé, v jakém směru se snaží banka kurz posunout, ale není definovaný rozsah posunu. Tento nástroj je využíván centrálními bankami i mimo ZLB a proto se jedná spíše o standardní nástroj měnové politiky.

Pokud je vyhlášen **kurzový závazek**, centrální banka zvolí konkrétní hladinu měnového kurzu, kterou chce dosáhnout, veřejně ji vyhlásí a intervenuje na devizovém trhu v předem nestanoveném rozsahu. Kurzový závazek je zpravidla využíván v případě, kdy úrokové sazby jsou na nulové dolní mezi.²¹ S devizovými intervencemi na úrovni nulových úrokových sazeb má zkušenost Švýcarsko a Japonsko. Výhodou je srozumitelnost pro veřejnost a splnitelnost ze

¹⁸ ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Politická ekonomie: Měnová politika: staré lekce, nové výzvy* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=769.pdf&origin=publication_detail

¹⁹ FILARDO, Andrew a Boris HOFMANN. *Forward Guidance at the Zero Lower Bound* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2457107

²⁰ MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 2016. Str. 44

²¹FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDKOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

strany centrální banky. Jedná se o věrohodný závazek k dosažení nárůstu cenové hladiny, což vede ke zvýšení inflačních očekávání. V souvislosti s nulovou hranicí nominálních úrokových sazeb a snížení reálných úrokových sazeb vede kurzový závazek ke stimulaci spotřeby a k investiční aktivitě.

2.1.5 Kvalitativní uvolňování měnové politiky

V případě kvalitativního uvolňování centrální banka mění skladbu své rozvahy, navyšuje počet rizikovějších likvidních aktiv na úkor vládních cenných papírů, přičemž objem zůstává neměnný. Finanční sektor tak může převádět rizikovější aktiva na centrální banku a tím získává méně rizikové instrumenty pro pokrytí svých potřeb, což vede k investicím do rizikovějších projektů a následně k nárůstu ekonomické aktivity a inflace.²²

2.1.6 Úvěrové uvolňování měnové politiky

Úvěrové uvolňování je kombinací kvalitativního a kvantitativního přístupu. Jedná se o navýšení objemu rozvahy, zvyšování likvidity a snižování rizikovosti aktiv. Tak centrální banka ovlivňuje dostupnost úvěrů. Tato opatření jsou zpravidla využívána na konkrétním nefungujícím segmentu trhu.²³

2.1.7 Změna měnově-politického režimu

Změna měnově-politického režimu může být dočasná nebo trvalá. Souvisí s cílováním cenové hladiny v souvislosti s vyšším inflačním očekáváním oproti standardnímu cílování inflace. Tento režim spojuje závazek vyšší budoucí inflace se závazkem udržení nominálních úrokových sazeb na nízké úrovni. Tento přístup zatím v praxi nebyl v podmínkách nulových úrokových sazeb (zero lower bound) prověřen.

Jelikož s využitím nestandardních nástrojů nejsou zatím dlouhodobé zkušenosti, není bohužel možné zhodnotit jejich účinnost a efektivnost na příkladech z praxe a na základě dlouhodobého sledování dopadů těchto nástrojů. Až budoucí vývoj ekonomiky ukáže, jak úspěšné byly centrální banky v rámci odvrácení následků hospodářské krize a zda byl výběr nástrojů vhodně zvolený a využitý ve správném okamžiku, včetně ukončení.

²² FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDKOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

²³ FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDKOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

3 Monetární politika České národní banky

Česká národní banka jako centrální banka České republiky je zřízena Ústavou a vykonává dohled nad finančním trhem. Hlavním cílem ČNB je péče o cenovou stabilitu. V souvislosti s nízkou inflací také přispívá k udržení hospodářského růstu. Spotřebitelské ceny jsou udržovány v mírném růstu, nikoli neměnné. ČNB usiluje o plnění hlavního cíle v rámci měnově-politického režimu **cílování inflace**, který byl zaveden již v roce 1998. V této souvislosti byl vyhlášen Českou národní bankou v roce 2006 inflační cíl ve výši 3% a od roku 2010 je cílování inflace ustanoveno na hranici 2%. Aby byly nástroje měnové politiky účinné, je nutné, aby byla zajištěna nezávislost centrální banky.

3.1 Historie ČNB a vývoj měnové politiky

Česká národní banka je centrální bankou České republiky, fungující od roku 1993, kdy došlo v souvislosti s rozdělením republik k oddělení centrálních bank České a Slovenské republiky. ČNB je na základě Ústavy nezávislá na politickém vlivu, aby mohla plnit stanovené cíle.

V rámci měnové politiky proběhla po roce 1989 proměna centrálně plánovaného hospodářství na tržní ekonomiku. Vývoj měnové politiky po vzniku České republiky byl v souvislosti s transformačním procesem ovlivněn faktory, které působily na růst cenové hladiny, zejména zavedení daně z přidané hodnoty a spotřebních daní. Měnová politika byla tak koncipována jako mírně restriktivní.²⁴

Začátek fungování tržních mechanismů a liberalizace cen způsobila nárůst inflace. Centrální banka se stala nezávislou a jejím cílem bylo udržení stability domácích cen a měnového kurzu. Plnění těchto cílů dosahovala pomocí ovlivňování množství peněz v ekonomice a udržováním fixního kurzu. Jelikož koruna čelila spekulativním útokům a ČNB nebyla schopná těmto spekulacím čelit, byl režim fixního kurzu ukončen. Od roku 1998 ČNB přistoupila k režimu cílování inflace, aby dosáhla poklesu inflace a dostala se na úroveň vyspělých evropských ekonomik. ČNB postupně zvyšovala kvalitu svého analytického a prognostického aparátu a otvírala se veřejnosti.

Regulace množství peněz v oběhu s cílem zabezpečovat stabilitu cen je hlavním důvodem regulace bank. Systém regulace a dohledu bank byl u nás budován postupně a pomocí

²⁴ VENCOVSKÝ, František. *Měnová politika v české historii*. Praha: Česká národní banka, 2001. str. 87

novelizací zákona o bankách byly posupně upravovány pravomoci ČNB v oblasti bankovního dohledu.²⁵

3.1.1 Vývoj měnové politiky

V roce 1993 vznikla samostatná česká měna. Česká národní banka postupně přecházela od regulace měnové báze k ovlivňování úrokové míry. Původně ČNB sledovala vnitřní i vnější měnovou stabilitu. Za vnitřní stabilitu je považována cenová stabilita a vnější je reprezentována fixním měnovým kurzem. Jak již bylo uvedeno výše, v souvislosti s měnovou krizí a přechodem na volně pohyblivý měnový kurz se jediným cílem stala cenová stabilita. Tento cíl je aktuálně jediným hlavním cílem měnové politiky uvedeným v zákoně.²⁶ Od roku 1998 ČNB přešla na režim cílování inflace, jako transparentní systém, který může účinně ovlivňovat inflační očekávání a stabilizovat úrokové míry. Před zavedením inflačního cíle měla česká ekonomika vysoké hodnoty inflace na rozdíl od jiných zemí, které zaváděly cílování s nižší úrovní inflace.²⁷ ČNB také musela od konce 90. let snižovat rezervy bank, což také není v ostatních zemích příliš běžné. Hlavním důvodem byl výrazný růst devizových rezerv.²⁸

ČNB má v České republice silné postavení, za svá rozhodnutí se zodpovídá pouze parlamentu. V čele stojí guvernér, který je jmenován na pětileté funkční období, a jeho rozhodnutí jsou na vládě nezávislá. Rozhodovací pravomoc má Bankovní rada.²⁹

3.2 Funkce a cíle ČNB

Centrální banka ČR plní stejně jako většina ostatních CB v tržních ekonomikách funkce makroekonomické k zajištění stabilního měnového vývoje (provádí emisi bankovek a oběživa, monetární politiku a devizovou činnost) a funkce mikroekonomické k zajištění bezpečnosti, důvěryhodnosti a spolehlivosti bankovního systému (regulace a dohled nad bankami, banka bank, banka státu a reprezentace státu v oblasti měnové politiky).³⁰ Hlavním cílem České národní banky je udržení cenové stability, finanční stabilita a řešení problémů finančního systému. V souladu s hlavním cílem ČNB dále podporuje hospodářskou politiku vlády, hospodářskou politiku Evropské unie, určuje měnovou politiku, vydává bankovky a mince, řídí a dohlíží na peněžní oběh, platební styk a zúčtování bank. Vykonává dohled nad bankovním

²⁵ VENCOVSKÝ, František. *Dějiny bankovníctví v českých zemích*. Praha: Bankovní institut, 1999. str. 493

²⁶ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. str. 351

²⁷ MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008. str. 2016

²⁸ REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012.

²⁹ RAIS, Karel a Miloš DRDLA. *Evropská unie: evropská integrace a bankovníctví*. Praha: Computer Press, 1999. str. 17

³⁰ MEJSTRÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Základní principy bankovníctví: Basic principles of banking*. Praha: Karolinum, 2008. str. 104

sektorem, kapitálovým trhem, pojišťovnictvím, penzijním připojištěním, družstevními záložnami, institucemi elektronických peněz a směnárny. K zajištění stanovených úkolů ČNB zpracovává a vytváří statistické informace. Jako ústřední banka poskytuje ČNB bankovní služby státu a veřejnému sektoru. Vede účty organizacím a osobám napojeným na státní rozpočet.³¹ Jako banka státu poskytuje ČNB bankovní služby státu a veřejnému sektoru a v souladu s hlavním cílem, zachováním cenové stability, nakládá s devizovými rezervami. ČNB je také součástí Evropského systému centrálních bank a podílí se na plnění cílů ESCB.

Měnová politika centrální banky je ve většině zemí prováděna v rámci některého měnově-politického režimu. Ten je kromě primárních a sekundárních konečných cílů často určen také zprostředkujícími cíli a měnově-politickými nástroji.³² V současné době je hlavním úkolem měnové politiky udržování cenové stability. Od roku 1998 ČNB tohoto cíle dosahuje pomocí režimu cílování inflace v němž se snaží udržet inflaci poblíž předem stanoveného cíle.³³

3.3 Nástroje ČNB

K tomu, aby centrální banka dosahovala plnění nastavených cílů, využívá nástroje měnové politiky. V rámci této kapitoly budou popsány nástroje, které jsou v České republice používány k dosažení stanovených cílů a způsob, jakým ovlivňují ekonomiku.

3.3.1 Úrokové sazby

Centrální banka může ovlivňovat ekonomiku prostřednictvím úrokových sazeb. Úrokové sazby jsou důležité v oblasti cen obchodů s centrální bankou a z pohledu indikace budoucích cílů a plánovaných kroků centrální banky. ČNB vyhláší **diskontní sazbu**, za kterou si banky ukládají peníze, **repo sazbu** - limitní sazbu, za kterou ČNB provádí repooperace s komerčními bankami, a **lombardní sazbu**, za kterou ČNB půjčuje komerčním bankám oproti zástavě cenných papírů.

3.3.2 Operace na volném trhu

Hlavním cílem operací na volném trhu je řízení vývoje úrokových sazeb v ekonomice. V ČR je nejčastějším nástrojem užívání **repo operací**. Při využití repo operací jako hlavního měnového nástroje přijímá ČNB od bank přebytečnou likviditu výměnou za cenné papíry a obě strany se zavazují k reverzní transakci po uplynutí doby splatnosti, při níž centrální banka vrací

³¹ ČERNOHORSKÁ, Liběna. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015.

³² POLOUČEK, Stanislav. *Bankovnictví*. 2. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckovy ekonomické učebnice.

³³ *Výroční zpráva*. Praha: Česká národní banka, 2008. str. 18

věřitelské bance zapůjčenou jistinu zvýšenou o dohodnutý úrok. Základní doba trvání je 14 dní (2T repo sazba).³⁴

3.3.3 Automatické facility

Jedná se o permanentní možnost uložení nebo zapůjčení peněz a slouží k poskytování nebo ukládání likvidity přes noc (overnight). Vytvářejí koridor pohybu krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Používají se ve formě **depozitních facilit**, kdy banky mohou u ČNB uložit přes noc přebytečnou likviditu. Depozita jsou úročena diskontní sazbou, která je dolní mezí pro pohyb krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu. Druhou možností je **marginální zápůjční facilit**, která poskytuje bankám s rámcovou repo smlouvou možnost půjčení likvidity. Finanční prostředky v rámci této operace jsou úročeny **lombardní sazbou**, která je maximální sazbou pro krátkodobé úrokové sazby na peněžním trhu. Vzhledem k přebytku likvidity je tato možnost využívána minimálně.³⁵

3.3.4 Povinné minimální rezervy

Povinné minimální rezervy jsou prostředek pro mezibankovní styk a řízení likvidity. Banky musí uložit část z přijatých vkladů u centrální banky jako depozitum.³⁶ Každá banka má povinnost držet na svém účtu u centrální banky předem stanovený objem likvidních prostředků, který je v ČR 2% z přijatých vkladů a úvěrů od nebankovních subjektů a vybraných emitovaných cenných papírů se splatností do 2 let.³⁷

3.3.5 Devizové intervence

ČNB nakupuje nebo prodává cizí měnu za českou korunu s cílem tlumení volatility na devizovém trhu nebo uvolnění (zprísnění) měnové politiky. Mají na ekonomiku stejné dopady jako ovlivňování úrokových sazeb a jsou využívány pouze v případě, že tento standardní nástroj již není možné využít. Tato situace nastala v ČR v roce 2013, kdy se úrokové sazby již nacházely na technické nule a z důvodu potřeby dalšího uvolnění měnové politiky ČNB rozhodla přijmout kurzový závazek a intervenovat na devizovém trhu směrem k oslabení koruny a udržení kurzu vůči euru na 27 CZK/EUR.³⁸ Využití kurzového závazku v České republice a zkušenosti z jiných zemí bude podrobněji popsáno v následující kapitole.

³⁴ *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

³⁵ *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

³⁶ MEJSTRÍK, Michal, Magda PEČENÁ a Petr TEPLÝ. *Základní principy bankovníctví: Basic principles of banking*. Praha: Karolinum, 2008. ISBN 9788024615004. str. 108

³⁷ *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

³⁸ *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/

Kromě těchto běžně používaných nástrojů, které mají nepřímý charakter, používá centrální banka ještě přímé nástroje administrativní povahy. Patří k nim zejména pravidla likvidity, úvěrové limity, úvěrové kontingenty nebo povinné vklady.³⁹

3.4 Nezávislost ČNB

Aby byla měnová politika úspěšná a centrální banka dospěla k plnění svých cílů, je nutné, aby byla zajištěna její nezávislost vůči politickému aparátu v souvislosti s jednáním politiků v souvislosti s teorií politického cyklu, kdy politici usilují o krátkodobý růst zaměstnanosti a stimulaci ekonomiky těsně před volbami k zajištění zvolení, což se v delším období projeví na nárůstu inflace a následně opět na zmíněných veličinách v negativním smyslu. Proto by centrální banka měla být nezávislá.⁴⁰ „*Nezávislost centrálních bank je spolu s cílováním inflace považována za hlavní faktor, který v minulosti pomohl v rozvinutých ekonomikách snížit inflaci a následně ji udržel pod kontrolou. Nezávislost znamená pro centrální banku možnost dělat správné, i když často nepopulární kroky.*“⁴¹

Nezávislost centrální banky je definována čtyřmi rovinami: **personální nezávislostí** (funkční období členů bankovní rady je delší než volební období politiků), **institucionální nezávislostí** (vláda, parlament ani prezident nemůže udělovat pokyny centrální bance), **funkční nezávislostí** (samostatné stanovení cílů a nástrojů centrální bankou) a **finanční nezávislostí** (zákaz přímého financování centrální banky z veřejných zdrojů).⁴² Kromě nezávislosti si ČNB zakládá také na otevřenosti vůči veřejnosti, které pravidelně sděluje informaci ohledně své politiky, cílů, postojů a předpokladů.

³⁹ BLAŽEK, Jiří a Jiří UKLEIN. *Bankovnictví*. Brno: Masarykova univerzita, 1997. Edice učebnic Právnické fakulty Masarykovy univerzity v Brně. str. 34

⁴⁰ BÖHM, Jiří. *Nezávislost centrální banky* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/vzdelavani/mp_prezentace/download/03_nezavislost_centralni_banky.pdf

⁴¹ HOUDEK, Tomáš. Nový pohled na centrální bankovnictví, cílování inflace i finanční dohled: Rozhovor Jiří Rusnok. *Bankovnictví*. 2016, (12), 4.

⁴² ČERNOHORSKÁ, Liběna. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015. str. 25

4 Devizové intervence České národní banky

Od listopadu 2013 Česká národní banka uměle oslabovala korunu a využívala měnový kurz jako nástroj měnové politiky z důvodu předcházejícího hospodářského útlumu, aby se snažila rozpohybovat ekonomiku uvolňováním měnové politiky. Snížení úrokových sazeb, jako standardní měnově-politický nástroj, který ČNB využila, nebyl dostatečný a po snížení úrokových sazeb na technickou nulu bylo nutné rozhodnout, jakým způsobem a za pomoci jakého nástroje bude centrální banka v uvolňování měnové politiky pokračovat. Pozornost tedy byla obrácena k nekonvenčním nástrojům měnové politiky a bylo nutné rozhodnout, který nástroj bude pro tuto situaci a prostředí české ekonomiky nejvhodnějším řešením.

Jelikož český finanční systém měl přebytek likvidity a zkušenosti se zápornou úrokovou mírou jsou dosud velmi omezené, rozhodla se ČNB využít v souvislosti s cílováním inflace nástroj intervenování měnového kurzu. Od 7. 11. 2013 ČNB uměle udržuje kurz na hladině 27 CZ/EUR. Kurzový závazek jako nástroj k plnění inflačního cíle byl využíván místo standardního nástroje ovlivňování úrokových sazeb a na ekonomiku by tato opatření měla mít stejný vliv.

„Oslabení kurzu koruny vede ke zvýšení dovozních cen, a tím i celkové cenové hladiny v tuzemsku. V menší míře podpoří i domácí ekonomickou aktivitu. Vlivem nárůstu dovozních cen lze sice očekávat nižší koupěschopnost domácností, jejich poptávka však může být ve zvýšené míře přesměrována k domácímu zboží a službám a podpořena nižšími reálnými úrokovými sazbami v důsledku zvýšených inflačních očekávání. Zároveň slabší kurz podporuje české vývozy, a tím roste konkurenceschopnost a ziskovost podniků a i jejich ochota investovat. Oživení výroby následně přispívá k nárůstu zaměstnanosti a mezd, což zvyšuje kupní sílu domácností.“⁴³

4.1 Důvody devizových intervencí

V letech 2012-2013 Česká republika procházela obdobím hospodářského útlumu, kdy ekonomika zpomalovala, klesaly reálné příjmy a spotřeba domácností, zisky firem a investice. Zpomalení se také projevovalo na růstu nezaměstnanosti. „Česká národní banka reagovala na

⁴³ Měnový kurz jako nástroj měnové politiky: nejčastější otázky a odpovědi [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menov_e_politiky.html

uvedený vývoj tím, že bezzbytku využila svého hlavního měnově-politického nástroje, když v závěru roku 2012 snížila úrokové sazby na technickou nulu (0,05 %).⁴⁴ Jelikož **inflační očekávání** byla stále velmi nízká a analýzy ČNB očekávaly další propad inflace směrem k záporným číslům, bylo nutné zamezit **deflačním tendencím**, které by v souvislosti s poklesem HDP mohly mít negativní vliv na ekonomický vývoj a zaměstnanost. Prognóza ČNB, která identifikovala silné deflační tlaky spojené s poklesem poptávky, upozorňovala na nutnost dalšího uvolnění měnové politiky.⁴⁵ „Kurz jako nástroj měnové politiky byl vybrán bankovní radou ČNB z celé škály dostupných nekonvenčních nástrojů měnové politiky, a to na základě diskuzí, jež v hypotetické rovině probíhaly již v roce 2009 a poté dostaly konkrétní podobu v roce 2012.“⁴⁶

Odpůrci devizových intervencí uváděli několik důvodů, proč by přijetí rozhodnutí ohledně zásahu ČNB do ekonomiky formou jednostranného kurzového závazku nebyl žádoucí. Jedním z důvodů je jistá nespravedlnost, jelikož oslabení měny zvýhodňuje exportéry, ale cena dováženého zboží naopak vzroste. Nárůst inflace může mít také negativní dopad na reálné mzdy a zvýšení inflace povede k růstu cen, což může mít negativní dopad na spotřebu domácností. ČNB a zastánci devizových intervencí se naopak snažili poukázat na následky scénáře neaktivity. V případě, že by Česká národní banka přistupovala k situaci pasivně, vývoj ekonomiky by mohl být horší a negativní dopady dlouhodobější. Bez dalšího uvolnění měnové politiky by se ekonomika mohla dostat do recese a trvalého poklesu cenové hladiny (deflace).

4.2 Cíle, kterých chce pomocí kurzového závazku ČNB dosáhnout

Veškerá opatření ČNB souvisí především s udržení hlavního cíle **cenovou stabilitou**, v souvislosti s **cílováním inflace**, která by měla dosáhnout 2%. Dlouhodobě by tento zásah také měl mít pozitivní vliv na zaměstnanost a tvorbu nových pracovních míst. Pokles cenové hladiny související s deflačními tendencemi také zpomaluje spotřebu, jelikož spotřebitelé odkládají své nákupy na později. Zvýšení inflace by tedy také mělo stimulovat spotřebitele ke spotřebě a

⁴⁴ Důvody a přínosy oslabení koruny: nejčastější otázky a odpovědi [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

⁴⁵ BRŮNA, Karel, Karel DYBA, Václav KLAUS, et al. *Spor o měnovou politiku: v kontextu devizových intervencí*. Praha: Institut Václava Klause, 2015. Publikace (Institut Václava Klause).

⁴⁶ FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDKOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf

úprava měnového kurzu pomoci exportérům. Celkově by měla vzrůst produktivita a mělo by také dojít ke zvýšení investic.

Ukončení intervencí bylo plánováno na letošní rok a bylo avizováno, že k ukončení by mělo dojít nejpozději v polovině roku. V té době by již mělo být dosaženo inflačního cíle a tato situace by měla být udržitelná. Po ukončení intervenování jsou očekávány výkyvy kurzu koruny a po ukončení by mělo také následovat zpřísnění měnové politiky- zvýšení úrokových sazeb. Jaký přesně bude vývoj ekonomiky a ekonomických veličin po ukončení kurzového závazku zatím bohužel není možné přesně předvídat. Z důvodu dobrého stavu české ekonomiky se předpokládá posílení koruny, ale pohyb může být i opačný a to především z důvodu chování spekulantů na devizovém trhu. Kurz tak bude nadále uvolněný a může se pohybovat na základě trhu oběma směry.

4.3 Cílování inflace v ČR

Pokud je inflace (nárůst cenové hladiny) příliš vysoká může způsobit zpomalení hospodářského růstu. Při vyšší inflaci dochází ke znehodnocení příjmů a úspor a nejistotě o budoucím vývoji cen, což může mít dopad na dlouhodobé investice. Naopak deflace, kdy dochází k poklesu cenové hladiny a s tím související pokles nakupovaného zboží a služeb se může zdát jako pozitivní pro jednotlivce a domácnosti, ale pro národní ekonomiku se jedná o problematickou situaci a úkolem centrální banky je takovému vývoji zamezit. „V očekávání poklesu cen totiž řada podniků či domácností odkládá své nákupy na pozdější dobu, což ovšem vede k tomu, že chybí, resp. se v čase odsouvá poptávka. Není-li poptávka, není potřeba tolik vyrábět, firmy propouštějí, snižují se příjmy domácností i zisky podniků, což tlačí na další pokles cen. Říká se tomu deflačně-recesní spirála, z níž není snadné cesty ven, když už se do ní nějaká ekonomika dostane.“⁴⁷

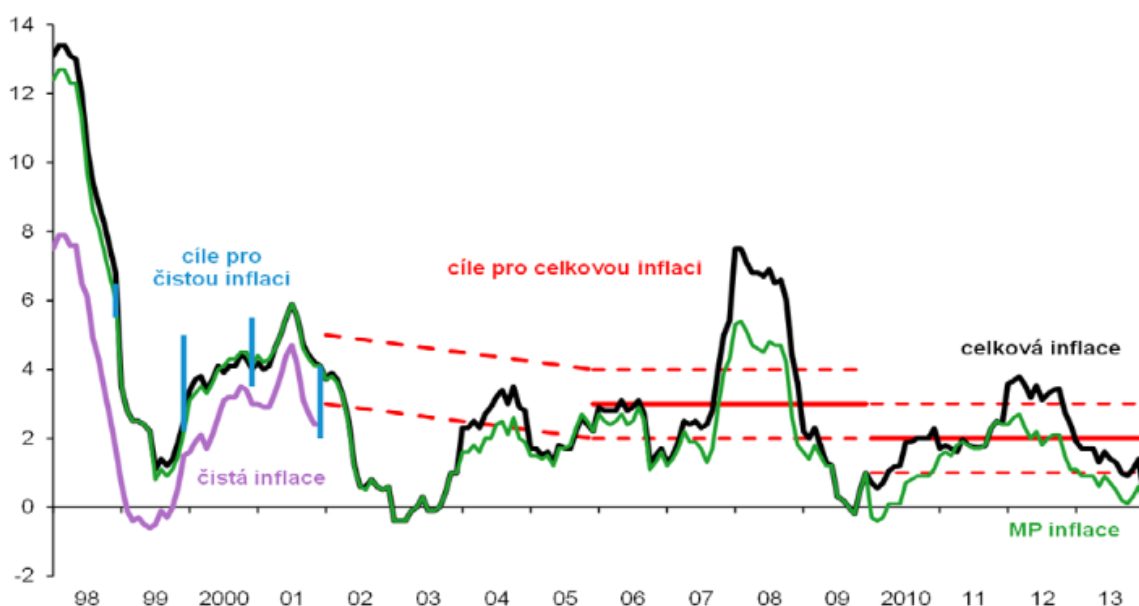
Režim cílování inflace je v různých formách využíván ve více než dvaceti zemích světa. Jako první zavedl cílování inflace v roce 1990 Nový Zéland.⁴⁸

Od roku 1997 přešla k režimu cílování inflace i ČNB. Nejprve byly v letech 1997-2005 stanoveny cíle v čisté inflaci a od roku 2002 je cílování inflace nastaveno pomocí cílového

⁴⁷ Důvody a přínosy oslabení koruny: nejčastější otázky a odpovědi [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html

⁴⁸ POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice. str. 69

pásma. Pro cílování inflace je charakteristické: využívání prognóz inflace, střednědobá strategie a veřejné vyhlášení inflačního cíle.⁴⁹



Obrázek 4: Cílování inflace v ČR od roku 1998 (v %)

Zdroj: HAMPL, Mojmir. Několik poznámek k měnové politice ČNB a aktuální situaci české ekonomiky [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/hampl_20140303_cesko_izraelska_komora.pdf

Od roku 1997 se cílování inflace vyvíjelo a v průběhu let měnilo. V prvním období ČNB sledovala **čistou inflaci**. Nejprve byl inflační cíl v roce 1997 stanoven v intervalu 5,5- 6,6% a ČNB se zavázala působit měnovými nástroji tak, aby bylo inflačního cíle dosaženo do konce roku 1998. V roce 2000 již měla inflace dle předem stanoveného intervalu dosáhnout 3,5-5,5%. V letech 2002-2005 bylo cílové pásmo stanoveno vůči **celkové inflaci** k lednu 2002 3-5% a k prosinci 2005 2-4%. Od ledna 2006 byl cíl v celkové inflaci ve výši 3% s tolerančním pásmem jeden procentní bod na obě strany. Od roku 2010 usiluje ČNB o inflaci ve výši 2%.⁵⁰

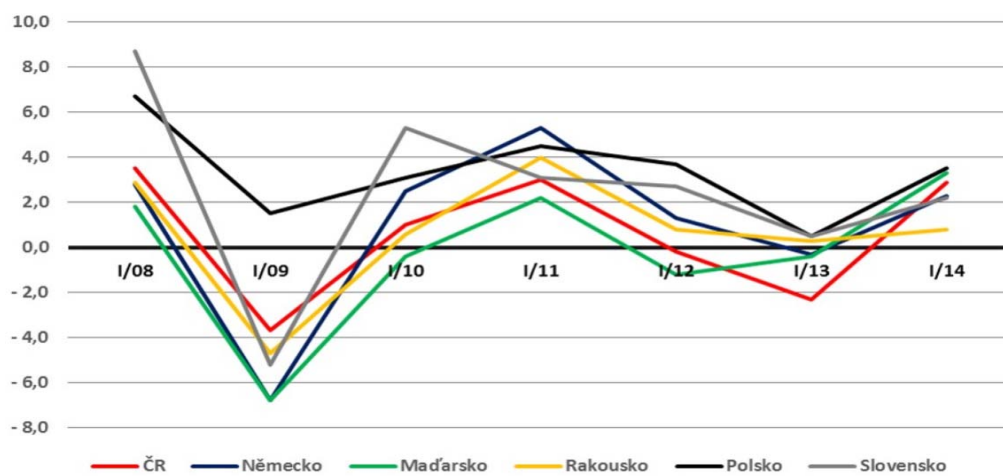
4.4 Vývoj ekonomiky před devizovými intervencemi ČNB

V souvislosti se světovou ekonomickou krizí došlo v roce 2008 ke zpomalení růstu české ekonomiky, což mělo za následek nárůst nezaměstnanosti a zpomalení růstu mezd. V roce 2013

⁴⁹ ČERNOHORSKÁ, Liběna. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015.

⁵⁰ Cílování inflace v ČR [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html

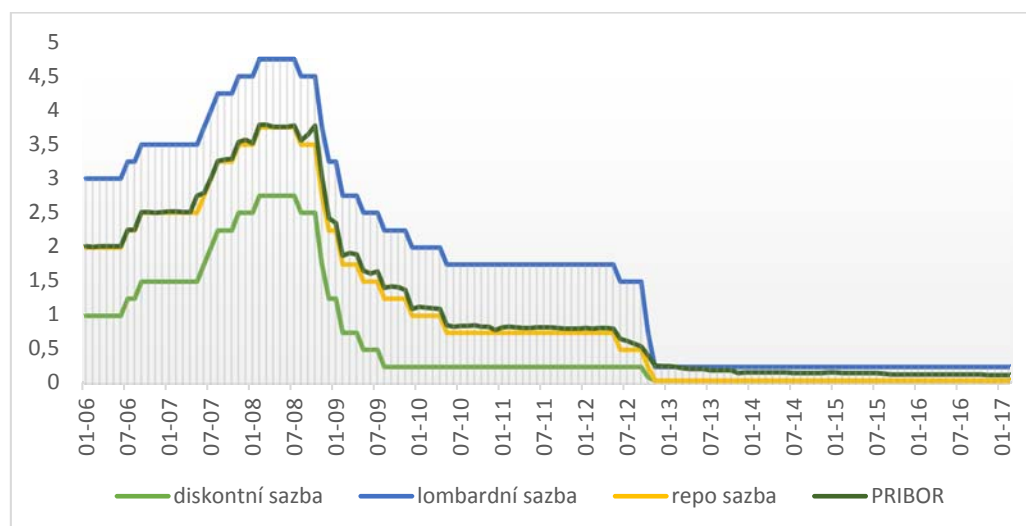
ekonomika ČR významně zaostávala za vývojem ostatních zemí, což můžeme vidět na následujícím obrázku vývoje HDP.



Obrázek 5: Vývoj HDP vybraných ekonomik (v %)

Zdroj: Intervence rok poté [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <http://www.economix.cz/clanek/intervence-cnb-rok-pote/10439>

K oživení domácí ekonomiky bylo ze strany ČNB nejprve přistoupeno k využití standardních nástrojů měnové politiky, konkrétně se jednalo o uvolňování měnové politiky formou snižování úrokových sazeb. Dlouhodobá stagnace ekonomiky a další pokles inflace vedoucí k vzrůstajícímu riziku deflace vedl postupně ke snížení úrokových sazeb až na technickou nulu v roce 2012. Potřeba dalšího uvolnění měnové politiky vedla k úvaze, zda se uvolit k záporným úrokovým sazbám nebo použít v této situaci devizové intervence.



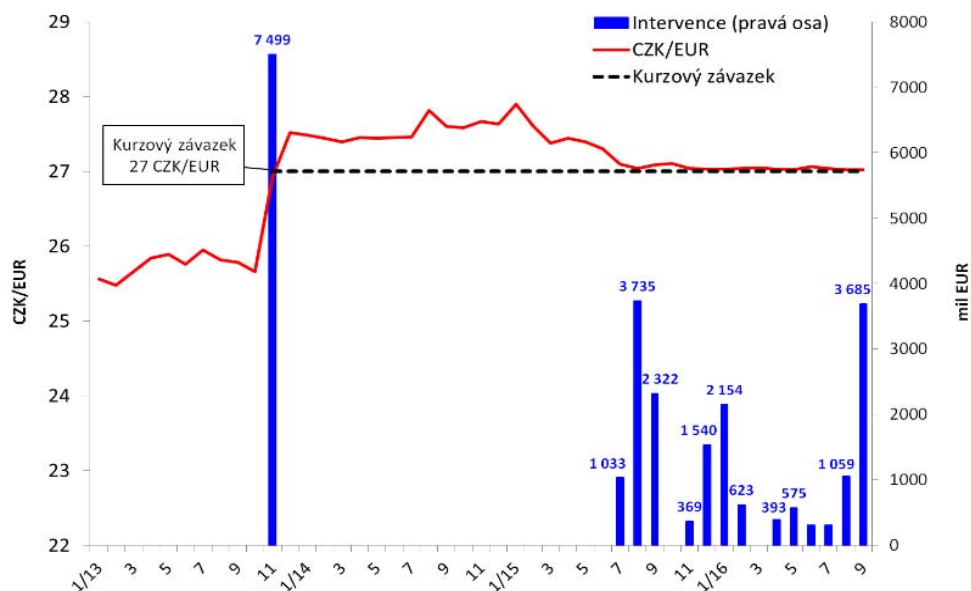
Obrázek 6: Vývoj úrokových sazeb (v %)

Zdroj: ARAD systém časových řad ČNB: Úrokové sazby [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=41549&p_uka=1%2C2%2C3%2C4&p_strid=FBC&p_od=200601&p_do=201702&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C#dump

ČNB v letech 2008-2012 využívala k uvolnění měnové politiky standardní nástroje, tedy snižování úrokových sazeb. Měnově-politické úrokové sazby se v roce 2012 dostaly na nulovou hranici tzv. technickou nulu a vzhledem k potřebě dalšího uvolňování měnové politiky v souvislosti s negativním vývojem inflace a dlouhodobou recesí musela ČNB rozhodnout, jaký nástroj pro další uvolnění měnových podmínek použije, aby zastavila vzrůstající riziko deflace. ČNB se v roce 2013 na základě analýz vývoje, zkušeností z jiných zemí a posouzení rizik spojených s pasivním přístupem měnové politiky rozhodla využít jeden z nekonvenčních nástrojů měnové politiky - měnový kurz.

4.5 Průběh devizových intervencí

ČNB se rozhodla intervenovat na devizovém trhu oslabením koruny tak, aby udržela kurz poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Závazek je asymetrický a ČNB brání posílení kurzu koruny pod úroveň 27 CZK/EUR pomocí automatických a teoreticky i neomezených intervencí. Případné oslabování nad hladinu 27 CZK/EUR nechává centrální banka na přirozeném vývoji nabídky a poptávky. Původně měl kurzový závazek platit do počátku roku 2015, ale každá další prognóza odsouvala návrat k inflačnímu cíli na pozdější dobu.⁵¹



Obrázek 7: Vývoj měnového kurzu a objem intervencí v průběhu kurzového závazku

Zdroj: TOMŠÍK, Vladimír. Devizové intervence a peněžní zásoba: Jak spolu souvisí? Nijak a není to překvapivé [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/blog_cnb/prispevky/tomsik_20140114.html

⁵¹ ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽĎÁREK. Makroekonomická analýza: teorie a praxe. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-5858-9.

Aby ČNB dodržela kurzový závazek, několikrát intervenovala. Intervenci provádí centrální banka v rámci uvolňování měnových podmínek nákupem cizí měny tak, aby udržela zvolenou úroveň měnového kurzu a postupně se vracela ke stanovenému inflačnímu dvouprocentnímu cíli. Objem prostředků, které může ČNB k nákupu deviz použít, je neomezený, jelikož je emitentem domácí měny.

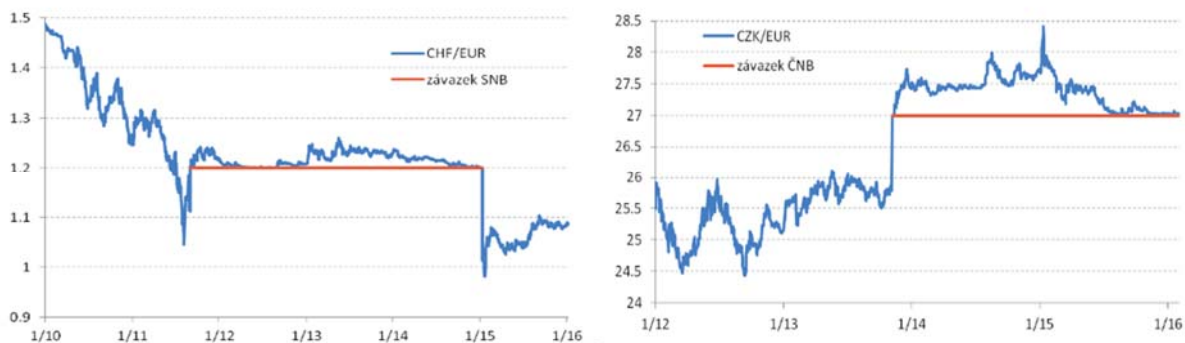
4.6 Devizové intervence Švýcarské národní banky

Režimy měnové politiky SNB a ČNB jsou velmi podobné. Jedná se o malé ekonomiky, obě centrální banky využívají cílování inflace a využívají úrokové sazby jako standardní nástroj měnové politiky. V rámci obou ekonomik byly úrokové sazby sníženy na nulovou hranici, čímž byly vyčerpány možnosti konvenčních opatření v rámci uvolňování měnové politiky. Potřeba dalšího uvolňování přiměla centrální banku Švýcarska i České republiky uvažovat o využití nekonvenčních nástrojů měnové politiky.

Důvodem pro intervenování SNB byly především **silné tlaky na zhodnocení měny** na rozdíl od ČNB, která se k využití intervencí rozhodla z důvodu **zabránění deflačním rizikům**. Primární důvody intervence byly tedy odlišné. Švýcarská národní banka v rámci monetární politiky intervenovala již několikrát, a to v období březen - prosinec 2009, v květnu 2010 a naposledy v září 2011 - lednu 2015. V září 2011 byl vyhlášen kurzový závazek v reakci na silné posilování franku, které ohrožovalo konkurenceschopnost exportu a plnění inflačního cíle.⁵² Ve Švýcarsku byl kurzový závazek stejně jako v ČR proveden ve formě asymetrického závazku, kdy SNB zavedla dolní hranici pro kurz ve výši 1,2 CHF/EUR s cílem zastavit apreciaci franku.⁵³

⁵²HAMPL, Mojmir. *Peněžní systém, cenová stabilita a kurzový závazek na český a švýcarský způsob* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/hampl_20160217_cma.pdf

⁵³FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDKOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf



Obrázek 8: Vývoj měnového kurzu v průběhu kurzového závazku ve Švédsku a v ČR

Zdroj: HAMPL, Mojmir. Peněžní systém, cenová stabilita a kurzový závazek na český a švýcarský způsob [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/hampl_20160217_cma.pdf

Jedním z významných rozdílů mezi ČNB a SNB je také větší transparentnost ČNB v rámci zveřejňování informací ohledně přípravy, vyhlášení, průběhu a ukončení kurzového závazku. Ve Švýcarsku došlo po náhlém opuštění intervencí v lednu 2015 k výraznému zhodnocení franku. Důvodem zhodnocení bylo pravděpodobně neočekávané opuštění závazku a úroveň kurzu v době exitu.

Kromě Švýcarska má s devizovými intervencemi při nulových úrokových sazbách zkušenost také Japonsko (BOJ), kde byl také kurzový závazek využit k zastavení apreciacie měny.

4.7 Opuštění kurzového závazku ČNB

Ukončení devizových intervencí ze strany ČNB, opuštění jednostranného kurzového závazku a návratu ke standardnímu režimu měnové politiky oznámila ČNB 6. 4. 2017 s argumenty, že již bylo dosaženo udržitelné plnění inflačního cíle. ČNB tak opustila nestandardní režim měnové politiky a prostupně se vrátí ke standardním nástrojům, především k využití úrokových sazeb. Kurz koruny již může nadále kolísat na základě nabídky a poptávky oběma směry. V případě, že by kurz měl tendenci k velkým výkyvům, je centrální banka připravená pomocí svých nástrojů tento vývoj zmírnit. Je pravděpodobné, že pokud by koruna byla nadměrně zhodnocena, použije ČNB devizové intervence, případně některý z dalších nástrojů. Kurz však již ponechá uvolněný. Úrokové sazby prozatím zůstávají neměnné, tedy na úrovni technické nuly. Dalším krokem v rámci zpřísnění měnové politiky by do budoucna

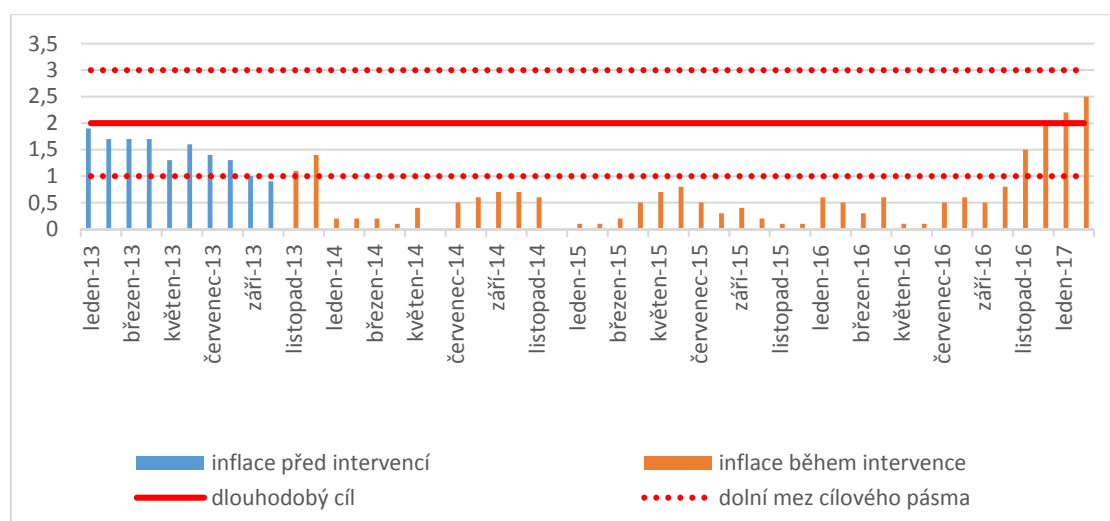
mělo být zvýšení úrokových sazeb nad nulovou úroveň. Ukončení závazku ČNB dlouhodobě avizovala, což pomohlo účastníkům trhu se na tuto situaci dopředu připravit, na rozdíl od ukončení závazku ve Švýcarsku, které bylo ukončeno náhle.

5 Dopad devizových intervencí na ekonomiku ČR

Hlavním důvodem pro přijetí kurzového závazku a devizových intervencí bylo zabránit deflaci a podpořit ekonomický růst. Uvolnění měnové politiky by mělo mít pozitivní vliv na domácí ekonomiku, což by se mělo odrazit na zvýšení zaměstnanosti. Oslabení kurzu by mělo zlepšit konkurenční postavení exportérů a oživit poptávku po domácím zboží. V této kapitole budou zhodnoceny dopady kurzového závazku a devizových intervencí na vývoj inflace, nezaměstnanosti, HDP, exportu a importu. V rámci vývoje všech veličin je také třeba uvažovat účinek mnoha dalších okolností, které vývoj a pohyb veličin ovlivňují, ať již se jedná o působení domácích faktorů, případně zahraniční vlivy.

5.1 Inflace

Dlouhodobý inflační cíl ČNB byl stanoven na 2%. Cílování inflace je jednou z možností, jak v rámci měnové politiky zabezpečit cenovou stabilitu. Na počátku roku 2013 (před zavedením intervence) se inflace dle Českého statistického úřadu nacházela na hranici 3% a měla klesající tendenci. Pokles inflačních očekávání a související pokles cen nutil domácnosti i firmy ke spekulativnímu chování a odkládání nákupů na pozdější dobu, což se negativně odrazilo na vývoji poptávky a následně na vývoji celé ekonomiky. Aby ČNB zabránila tomuto vývoji vedoucímu k deflaci, rozhodla pro další uvolnění měnové politiky využít jeden z nástrojů nekonvenční měnové politiky - jednostranný kurzový závazek. Nízká inflace, případně záporná inflace (deflace) je pro centrální banku větší hrozbou, než vysoká inflace a to bylo hlavním důvodem, proč byla centrální banka nucena k dalšímu uvolňování měnové politiky.



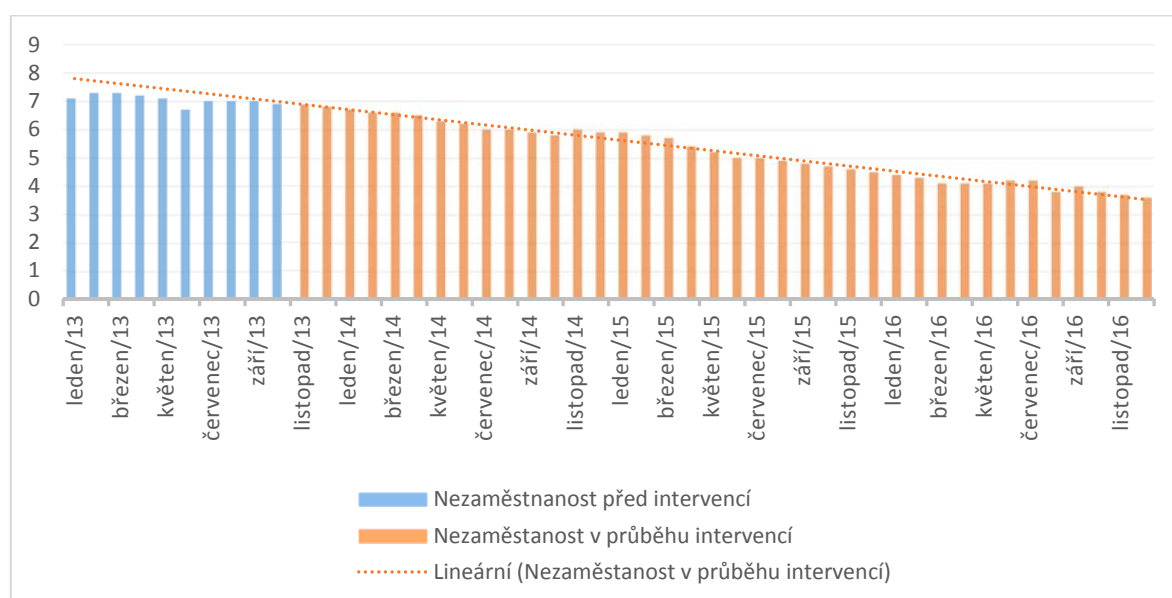
Obrázek 9: Vývoj inflace v ČR v letech 2013-2017 (v %)

Zdroj: český statistický úřad

Po zavedení kurzového závazku oslabením koruny v listopadu 2013 můžeme vidět, že míra inflace se dlouhodobě nacházela pod cílovým pásmem. V rámci každého opatření hraje roli také časové zpoždění požadovaného efektu a v tomto případě také další vlivy, které na inflaci působí. V červenci 2014, více než půl roku po zavedení intervencí, můžeme sledovat zastavení poklesu, ale z dlouhodobého hlediska se inflace opakovaně stále s kolísavým efektem přibližovala k nule, než ke stanovenému inflačnímu cíli. Pokud by se hodnoty dostaly pod nulové hodnoty, znamenalo by to pokles cenové hladiny a s ním spojené další negativní dopady na národní hospodářství. Této situaci se ČNB formou kurzového závazku snažila zabránit a dle naměřených hodnot můžeme sledovat v posledních měsících roku 2016 a na počátku roku 2017 výrazné zrychlení inflace. Naměřené hodnoty posledních měsíců zobrazují, že inflace se nyní nachází v cílovém pásmu a dokonce splňuje stanovený 2% cíl. Pokud by hodnoty inflace byly udržitelné v cílovém pásmu, mohla by ČNB již opustit kurzový závazek a vrátit se ke standardnímu režimu měnové politiky.

5.2 Nezaměstnanost

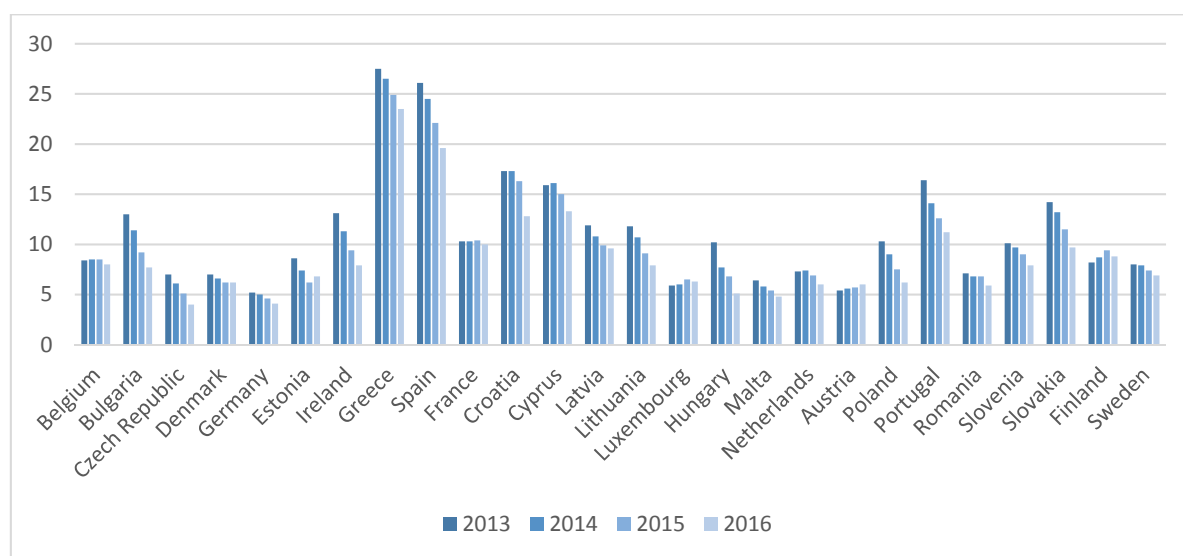
Klesající tendence ekonomiky před intervencí oslabila domácí poptávku, což se odrazilo v nárůstu nezaměstnanosti. Dopad devizové intervence by měl být pozitivní pro politiku zaměstnanosti. Tím, že jsou podporováni exportéři a roste vývoz, firmy vyrábí více a vzniknou nová pracovní místa. Devizové intervence se také odrazí v nárůstu spotřebitelských cen, což motivuje spotřebitele a investory, aby neodkládali poptávku.



Obrázek 10: Vývoj nezaměstnanosti v ČR v letech 2013-2016 (v %)

Zdroj: Míry zaměstnanosti, nezaměstnanosti a ekonomické aktivity [online]. [cit. 2017-04-20]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/cri/miry-zamestnanosti-nezamestnanosti-a-ekonomicke-aktivity-prosinec-2016>

Míra nezaměstnanosti se v prosinci roku 2016 nacházela na hodnotě 3,6 %. Jedná se o nejnižší naměřenou hodnotu od vzniku samostatné ČR. V rámci české ekonomiky je tento vývoj pozitivní pro ekonomickou aktivitu obyvatel. V souvislosti s vysokou zaměstnaností však také souvisí nedostatek nových pracovníků, obtížnost obsazovat pracovní místa ze strany firem a tlak na zvyšování mezd. Dle České národní banky by pasivní přístup v období recese vedl k vyšší nezaměstnanosti a celkový stav ekonomiky by nyní byl ve špatném stavu. Pokles nezaměstnanosti nebyl hlavním cílem, ale jedná se o vedlejší pozitivní dopad hlavního cíle cenové stability související s inflací a dvouprocentním cílováním. I v porovnání s ostatními evropskými státy je v současnosti v ČR nejnižší nezaměstnanost a česká ekonomika roste.



Obrázek 11: Nezaměstnanost ve vybraných zemích EU v letech 2013-2016 (v %)

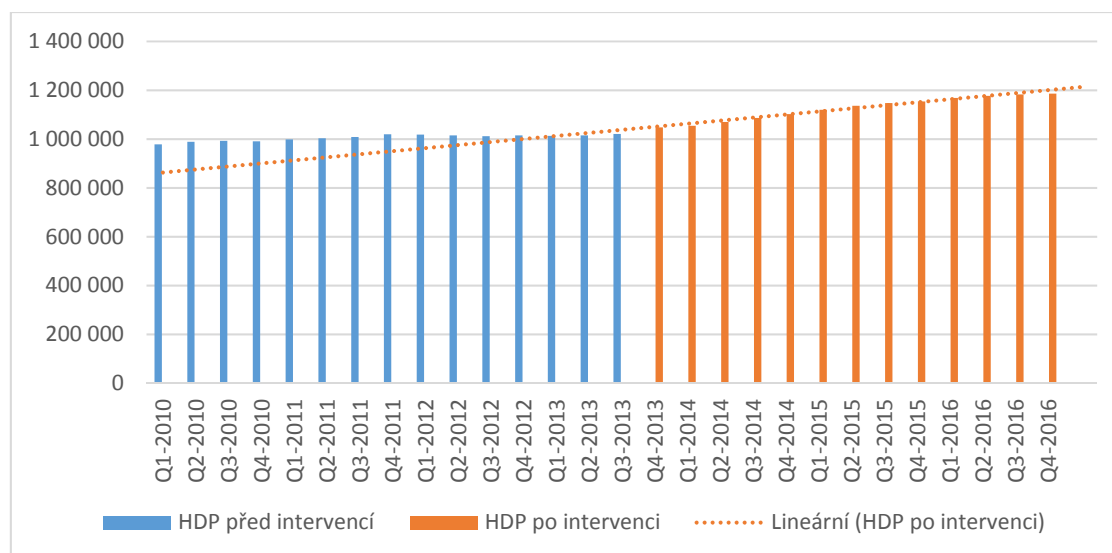
Zdroj: Unemployment rate: annual data [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tipsun20>

Ve většině zemí EU nezaměstnanost v uplynulých letech klesá. I Řecko a Španělsko, země, které se potýkají s nejvyšší nezaměstnaností, zaznamenaly v posledních letech pokles a za rok 2016 je v těchto zemích nezaměstnanost nejnižší od roku 2013. Vývoj nezaměstnanosti je i díky intervencím klesající také v České republice a v porovnání s ostatními státy EU je Česká republika za rok 2016 zemí s nejnižší nezaměstnaností.

5.3 Vývoj HDP

Jak již bylo uvedeno v předchozí kapitole, Česká ekonomika byla v roce 2013 oslabená a v rámci růstu HDP nebyla ekonomika ČR v příznivé situaci. Uvolňování měnové politiky a

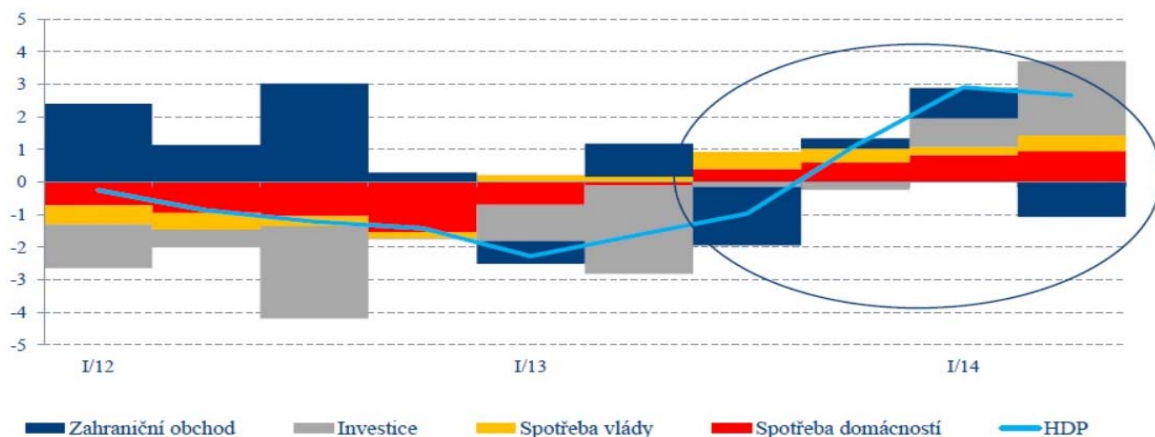
následné zvýšení inflace by mělo podpořit ekonomický růst. Jednotlivé složky, které by měly HDP ovlivnit a vést k jeho navýšení investice, domácí spotřeba a export.



Obrázek 12: Vývoj HDP v ČR v letech 2013-2016 (v mil. Kč)

Zdroj: Hrubý domácí produkt [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr

Růst HDP je po zavedení kurzového závazku a intervenování v rámci devizových intervencí zřetelný. K rostoucímu trendu mohl také kromě domácí monetární politiky přispět i pozitivní vývoj zahraniční ekonomiky, který se odrazil i v rámci vývoje ekonomiky u nás. Uvolňování monetární politiky by mělo mít pozitivní vliv na spotřebu domácností a investice. V následujícím grafu vývoje jednotlivých složek HDP po zavedení kurzového závazku můžeme vidět, že spotřeba domácností i investice se po zavedení kurzového závazku zvýšily. Oslabení koruny pomohlo exportním firmám a tedy i export se po zavedení kurzového závazku vyvíjel pozitivně a každá z uvedených složek pomohla pozitivnímu vývoji celkového HDP. Vývoji exportu v době kurzového závazku se budu podrobněji věnovat v následující podkapitole.

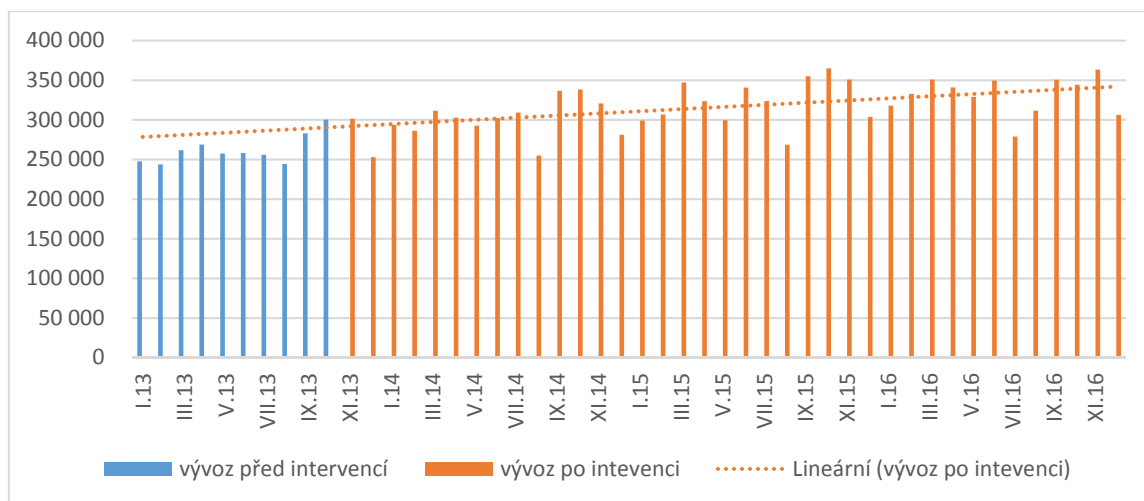


Obrázek 13: Vývoj jednotlivých složek HDP v ČR v letech 2012-2014

Zdroj: Intervence rok poté [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <http://www.economix.cz/clanek/intervence-cnb-rok-pote/10439>

5.4 Zahraněční obchod (export, import)

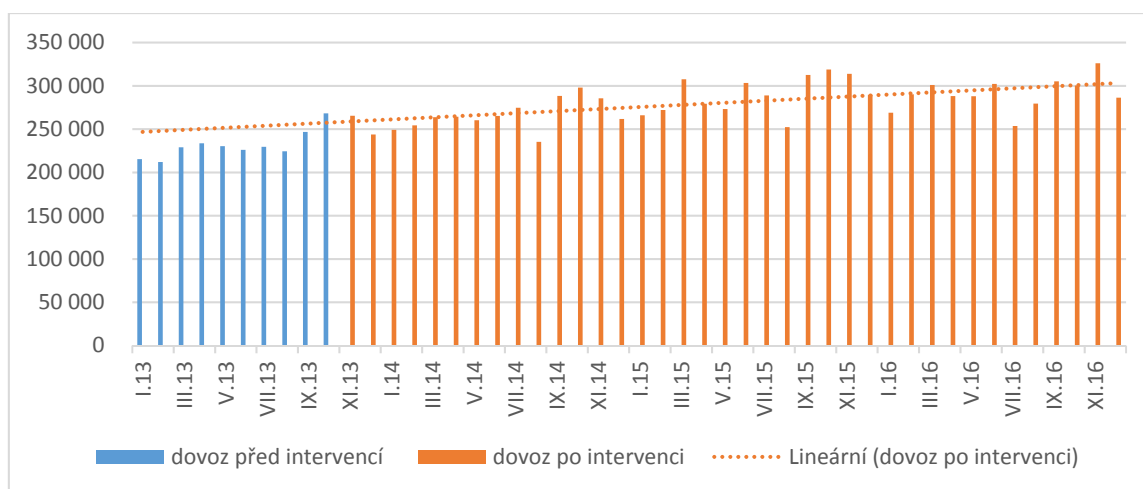
Jelikož je ČR otevřenou ekonomikou, export je velice důležitou součástí ekonomického vývoje a vývoje HDP. V roce 2013 nebyl vývoj exportu v rámci české ekonomiky příliš příznivý. Jedním z vedlejších dopadů kurzového závazku a oslabení měnového kurzu je i zvýhodnění vývozu a naopak znevýhodnění dovozu. Na základě skutečných hodnot dle šetření ČSÚ za rok 2014 a počátek roku 2015 je tendence vývozu skutečně rostoucí a tento trend pokračuje i v průběhu roku 2016.



Obrázek 14: Vývoj exportu ČR v letech 2013-2016 (v mil. Kč)

Zdroj: Zahraněční obchod se zbožím [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/vzoph_cr

Ekonomické oživení by mělo na základě zvýhodnění exportérů v průběhu kurzového závazku být na straně exportu. Na grafu importu však můžeme vidět, že i v rámci importu došlo dlouhodobě k pozitivnímu vývoji a progresu směrem nahoru.



Obrázek 15: Vývoj importu ČR v letech 2013-2016 (v mil. Kč)

Zdroj: Zahraniční obchod se zbožím [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/vzoph_cr

5.5 Hodnocení dopadů na českou ekonomiku

Hlavním důvodem využití nestandardních nástrojů v rámci uvolňování měnové politiky bylo zabránit příliš nízké inflaci, která by mohla přejít do deflace. Po dobu kurzového závazku, který udržoval měnový kurz na úrovni 27 CZK/EUR se inflace pohybovala blízko nuly, ale dlouhodobě se nedostala do záporných hodnot, které bychom mohli považovat za deflaci. Ke konci trvání kurzového závazku deflační rizika pominula a inflace se dostala zpět ke stanovenému 2% cíli. V tomto ohledu, který byl hlavním důvodem přijetí neobvyklé měnové politiky ze strany ČNB, byl zásah úspěšný. Kurzový závazek také pomohl exportérům a měl pozitivní vliv na nezaměstnanost a celkový vývoj ekonomiky.

Závěr

Česká republika se stejně jako mnoho dalších nejen evropských zemí v rámci oslabení ekonomiky po krizi potýkala se situací, kdy uvolňování měnové politiky v rámci standardních nástrojů již nebylo možné. Úrokové sazby jako nástroj, který je běžně k uvolňování měnové politiky používán, byly na svém minimu - technické nule. Česká národní banka tak čelila rozhodnutí, zda pasivně přihlížet inflaci, která se přibližovala k nulovým hodnotám a hrozila deflace, nebo tento scénář odvrátit pomocí nestandardních nástrojů měnové politiky. Rozhodla se pro aktivní řešení této situace a jako nástroj si zvolila kurzový závazek udržující korunu poblíž předem stanovené hladiny 27 CZK/EUR pomocí devizových intervencí. Kurzový závazek byl stanoven pouze jednostranně, tedy proti posílení koruny nad stanovenou úroveň 27 CZK/EUR. Na opačné straně stanoveného kurzu ponechávala kurz pohyblivý v rámci nabídky a poptávky na devizovém trhu. Jelikož deflační riziko pominulo a inflace se vrátila zpět na úroveň stanoveného 2% cíle, byl kurzový závazek v dubnu 2017 Českou národní bankou ukončen.

Strategii využití jednostranného kurzového závazku v rámci uvolnění měnové politiky zvolila nedávno i Švýcarská centrální banka, která ukončení tohoto nástroje předem dostatečně neavizovala, a frank po opuštění závazku výrazně posílil. Tomuto výkyvu by se ČNB ráda vyhnula, a proto podávala průběžné informace o očekávaném exitu v průběhu tohoto roku a i po opuštění jednostranného kurzového závazku je nadále připravená v případě velkých výkyvů pomocí svých nástrojů zasáhnout.

V průběhu trvání závazku se inflace několikrát přiblížila velmi blízko k nulové hranici, ale do záporných hodnot se dlouhodobě nedostala. V průběhu let 2013- 2016 se pohybovala celková inflace pod tolerančním pásmem, tedy hluboko pod inflačním cílem 2%. Ke konci roku 2016 měla inflace opět rostoucí tendenci a před opuštěním kurzového závazku se hodnoty nacházely v horním tolerančním pásmu.

Na celkové hodnocení, zda kurzový závazek z dlouhodobého hlediska pomohl české ekonomice, je bohužel zatím příliš brzy. Stejně tak, jako ostatní centrální banky, i ČNB zhodnotila zásah do ekonomiky pomocí nekonvenčního nástroje jako nevyhnutelný s ohledem na hrozící následky hospodářské recese a pasivní postoj by mohl dostat ekonomiku do větších obtíží, ze kterých by bylo velmi obtížné se dostat. Důležitou součástí vyhodnocení monetární politiky za využití kurzového závazku bude především dlouhodobý vývoj makroekonomických ukazatelů a dlouhodobé dopady na ekonomiku. Průběh trvání kurzového závazku ČNB hodnotí

pozitivně, jelikož tato politika pomohla hospodářskému růstu, pomohla snížit nezaměstnanost a především odvrátila hrozbu deflace a pomohla inflaci vrátit se zpět ke stanovenému inflačnímu cíli. To byl hlavní důvod, proč ČNB intervenovala a tomuto závazku dostála.

Zdroje

- [1] BÖHM, Jiří. *Nezávislost centrální banky* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/vzdelavani/mp_prezentace/download/03_nezavislost_centralni_banky.pdf
- [2] BLAŽEK, Jiří a Jiří UKLEIN. *Bankovnictví*. Brno: Masarykova univerzita, 1997. Edice učebnic Právnické fakulty Masarykovy univerzity v Brně. ISBN 80-210-1715-5.
- [3] BRŮNA, Karel, Karel DYBA, Václav KLAUS, et al. *Spor o měnovou politiku: v kontextu devizových intervencí*. Praha: Institut Václava Klause, 2015. Publikace (Institut Václava Klause). ISBN 978-80-87806-93-7.
- [4] ČERNOHORSKÁ, L. *Komplexní pohled do bankovního světa*. Pardubice: Univerzita Pardubice, 2015. ISBN 978-80-7395-863-3.
- [5] FRANTA, Michal, Tomáš HOLUB, Petr KRÁL, Ivana KUBICOVÁ, Kateřina ŠMÍDKOVÁ a Bořek VAŠÍČEK. *Měnový kurz jako nástroj při nulových úrokových sazbách: případ ČR* [online]. 2014 [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/vyzkum/vyzkum_publicace/rpn/download/rpn_3_2014_cz.pdf
- [6] FILARDO, Andrew a Boris HOFMANN. *Forward Guidance at the Zero Lower Bound* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2457107
- [7] HAMPL, Mojmír. *Několik poznámek k měnové politice ČNB a aktuální situaci české ekonomiky* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/hampl_20140303_cesko_izraelska_komora.pdf
- [8] HAMPL, Mojmír. *Peněžní systém, cenová stabilita a kurzový závazek na český a švýcarský způsob* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/hampl_20160217_cma.pdf
- [9] HOUDEK, Tomáš. Nový pohled na centrální bankovnictví, cílování inflace i finanční dohled: Rozhovor Jiří Rusnok. *Bankovnictví*. 2016, (12), 4.

- [10] JÍLEK, Josef. *Finance v globální ekonomice II*. Praha: Grada, 2013. Finanční trhy a instituce. ISBN 978-80-247-4516-9.
- [11] MANDEL, Martin a Vladimír TOMŠÍK. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2., rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008. ISBN 978-80-7261-185-0.
- [12] MANDEL, Martin a Jaroslava DURČÁKOVÁ. *Mezinárodní finance a devizový trh*. Praha: Management Press, 2016. ISBN 978-80-7261-287-1.
- [13] MEJSTRÍK, M., PEČENÁ, M., TEPLÝ, P. *Základní principy bankovníctví: Basic principles of banking*. Praha: Karolinum, 2008. ISBN 978-80-246-1500-4.
- [14] MERVART, Josef. *České banky v kontextu světového vývoje*. Praha: Nakladatelství Lidové noviny, 1998. Ekonomie a společenské vědy. ISBN 80-7106-236-7.
- [15] POLOUČEK, Stanislav. *Bankovníctví*. 2. vyd. V Praze: C.H. Beck, 2013. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-491-9.
- [16] POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. V Praze: C.H. Beck, 2009. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.
- [17] RAIS, Karel a Miloš DRDLA. *Evropská unie: evropská integrace a bankovníctví*. Praha: Computer Press, 1999. ISBN 80-7226-211-4.
- [18] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 3., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2011. ISBN 978-80-7261-230-7.
- [19] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 5., aktualiz. vyd. Praha: Management Press, 2012. ISBN 978-80-7261-240-6.
- [20] REVENDA, Zbyněk. *Vliv České národní banky na množství peněz v ekonomice* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <https://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=aop&pdf=449.pdf>
- [21] ROJÍČEK, Marek, Vojtěch SPĚVÁČEK, Jan VEJMĚLEK, Eva ZAMRAZILOVÁ a Václav ŽĎÁREK. *Makroekonomická analýza: teorie a praxe*. Praha: Grada Publishing, 2016. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-5858-9.
- [22] VENCOVSKÝ, František. *Měnová politika v české historii*. Praha: Česká národní banka, 2001.

- [23] VENCOVSKÝ, František. *Dějiny bankovníctví v českých zemích*. Praha: Bankovní institut, 1999. ISBN 80-7265-030-0.
- [24] ZAMRAZILOVÁ, Eva. *Politická ekonomie: Měnová politika: staré lekce, nové výzvy* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.vse.cz/polek/download.php?jnl=polek&pdf=769.pdf&origin=publication_detail
- [25] *ARAD systém časových řad ČNB: Úrokové sazby* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=1&p_sort=2&p_des=50&p_sestuid=41549&p_uka=1%2C2%2C3%2C4&p_strid=FBC&p_od=200601&p_do=201702&p_lang=CS&p_format=0&p_decsep=%2C#dump
- [26] *Cílování inflace v ČR* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html
- [27] *Důvody a přínosy oslabení koruny: nejčastější otázky a odpovědi* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/duvody_a_prinosy_oslabeni_koruny.html
- [28] *Hrubý domácí produkt* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: https://www.czso.cz/csu/czso/hdp_cr
- [29] *Intervence rok poté* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: <http://www.economix.cz/clanek/intervence-cnb-rok-pote/10439>
- [30] *Jaké jsou režimy měnové politiky?* [online]. [cit. 2017-04-05]. Dostupné z: https://www.cnb.cz/cs/faq/jake_jsou_rezimy_menove_politiky.html
- [31] *Měnověpolitické nástroje* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/
- [32] *Měnový kurz jako nástroj měnové politiky: nejčastější otázky a odpovědi* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cs/faq/menovy_kurz_jako_nastroj_menove_politiky.html
- [33] *Míry zaměstnanosti, nezaměstnanosti a ekonomické aktivity* [online]. [cit. 2017-04-20]. Dostupné z: <https://www.czso.cz/csu/czso/ci/miry-zamestnanosti-nezamestnanosti-a-ekonomicke-aktivity-prosinec-2016>

- [34] *Unemployment rate: annual data* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z:
<http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&plugin=1&language=en&pcode=tipsun20>
- Výroční zpráva 2008*. Praha: Česká národní banka, 2008. ISBN 978-80-87225-13-4.
- [35] *Zahraniční obchod se zbožím* [online]. [cit. 2017-04-09]. Dostupné z:
https://www.czso.cz/csu/czso/vzoph_cr